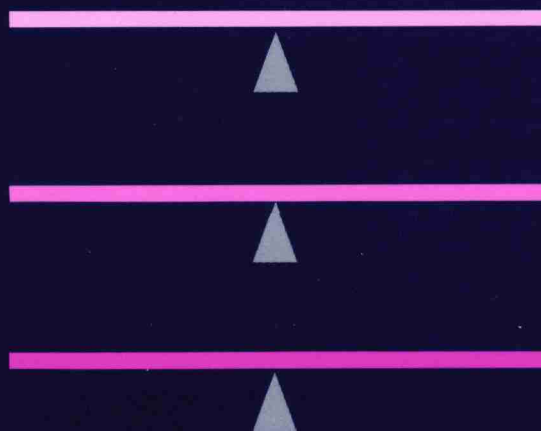




GESTION FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE ET DÉVELOPPEMENT FINANCIER

Elie Cohen



UNIVERSITÉS FRANCOPHONES



**GESTION FINANCIÈRE
DE L'ENTREPRISE ET
DÉVELOPPEMENT FINANCIER**

Elie Cohen

EDICEF

58, rue Jean-Bleuzen
92178 VANVES Cedex

Dans la série : ÉCONOMIE, DROIT, GESTION

(EDICEF-AUPELF)

Comptabilité privée (*G. Castellino, P. Romelaer*)

Le droit du travail en Afrique francophone (*R. Lemesle*)

Le marché des changes et la zone franc (*D. Marteau, X. Bruckert, D. Tang*)

Droit commercial et des sociétés en Afrique (*Équipe H.S.D.*)

Pratique du marketing en Afrique (*R. de Maricourt, A. Ollivier*)

Droit de la fonction publique des États d'Afrique francophone (*J.-M. Breton*)

(Economica – AUPELF, diffusion EDICEF)

Principes de politique économique (*X. Greffe*)

REMERCIEMENTS

L'auteur tient à remercier l'AUPELF et EDICEF qui ont suscité le projet même de cet ouvrage et l'ont accueilli dans la collection de l'Université des Réseaux d'Expression Française (UREF).

Il exprime également sa reconnaissance à Sophie Godefroy et Sophie Thiévent (EDICEF) pour le travail éditorial réalisé sur cet ouvrage, à Marie-Claude Longuet (Université de Paris-Dauphine) pour une patiente relecture des textes, à Armelle et Isabelle Mahaut pour la confection du manuscrit.

E.C.

Diffusion EDICEF ou ELLIPSES selon pays

Canada : distribution D.P.L.U.

© EDICEF, 1991

ISBN 2.850.69658.7

ISSN 0993.3948

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage sans autorisation de l'éditeur ou du Centre Français du Copyright (6 bis rue Gabriel Laumain – 75010 Paris).

Cette reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code Pénal.

Sommaire

	Pages
Introduction Générale	11
Section 1 - L'environnement financier et l'objet de la gestion financière de l'entreprise	13
Section 2 - Les missions de la gestion financière	15
A - La maximisation de la valeur de l'entreprise	15
B - Le maintien du niveau des performances financières	17
C - La maîtrise des risques financiers	18
1. Analyse générale du risque et variabilité anticipée des résultats	18
2. Les analyses spécifiques des risques financiers	20
D - Le maintien de la solvabilité ou la maîtrise des équilibres financiers	22
Section 3 - Les responsabilités opérationnelles de la gestion financière	23
A - Les principales tâches opérationnelles de la gestion financière	24
B - La place de la gestion financière dans le système de gestion de l'entreprise	25
1. Le cas des petites entreprises à structure peu différenciée	26
2. Le cas des entreprises à structures plus spécialisées	26
3. Le cas des entreprises à structure financière forte	27
 Première Partie	
La gestion financière de l'entreprise et le système financier	29
 Chapitre 1	
La structure financière et le développement financier	31
Section 1 - Système financier, structure financière	31
A - Les concepts de système financier et de structure financière	31
B - Les caractères majeurs de la structure financière	32
1. Les modes de financement fondamentaux	33
2. Développement financier et différenciation des instruments financiers	36
3. Développement financier et différenciation des institutions et des marchés financiers	38

Section 2 – Les tendances du développement financier	43
A - Les modes de financement fondamentaux et leur articulation	44
1. L'autofinancement, sa portée, ses limites	44
2. Le nécessaire développement du financement externe	45
B - Les caractéristiques et les étapes du développement financier	46
1. Le processus historique de développement financier	47
2. La comparaison entre les grands types de structures financières	48

Chapitre 2

La gestion financière de l'entreprise

et le développement financier	51
-------------------------------------	----

Section 1 – Les influences exercées par l'environnement financier sur la gestion financière	52
A - Le développement des échanges monétaires et son influence	52
B - L'extension de la gamme d'instruments financiers	54
C - La différenciation des intermédiaires financiers	55
D - Le rôle des marchés des capitaux	56

Section 2 – Les orientations de la gestion financière aux différents stades du développement financier global	57
A - La gestion financière des entreprises dans un système financier émergent	57
B - La gestion financière des entreprises dans une économie d'intermédiation financière	58
C - La gestion financière des entreprises dans une économie de marché financier	59

Section 3 – La gestion financière et développement de l'entreprise	61
A - Le contenu de la gestion financière et le cycle de vie de l'entreprise	61
B - Développement externe, développement interne et gestion financière	65

Deuxième Partie

L'analyse financière ou le diagnostic financier de l'entreprise	67
---	----

Chapitre 3

Les objectifs et les méthodes du diagnostic financier	69
---	----

Section 1 – Les objectifs majeurs du diagnostic financier	69
A - L'appréciation de la solvabilité ou de l'équilibre financier	70

B - L'appréciation des performances financières	71
C - L'appréciation des autres caractéristiques financières majeures	72
1. L'autonomie financière	72
2. La flexibilité financière	72
3. La prise en compte des atouts et handicaps stratégiques de l'entreprise	73
Section 2 – Contexte et démarches du diagnostic financier	74
A - Les objectifs du diagnostic	74
B - Les démarches d'analyse	75

Chapitre 4

L'appréciation des performances de l'entreprise

76

Section 1 – La mesure des résultats	77
A - La mesure des résultats comptables traditionnels	77
1 - Le compte de résultat du plan comptable français de 1982	78
2 - Le compte de résultat ou « état de synthèse des comptes de gestion » du plan comptable OCAM	80
3 - Une présentation anglo-saxonne du compte de résultat	81
B - La diversification des soldes de gestion	82
1 - Les présentations fondées sur le classement des flux par nature	83
2 - Les présentations fondées sur le classement fonctionnel des flux	87
C - Une synthèse des indications relatives à la mesure des résultats	89
1 - Une récapitulation des indicateurs présentés	89
2 - Résultats, capacité de financement et liquidités de l'entreprise	90
Section 2 – L'appréciation des performances	92
A - Les ratios relatifs aux performances	92
1 - Les ratios relatifs à la capacité bénéficiaire de l'entreprise	92
2 - L'appréciation de la rentabilité du point de vue des propriétaires de l'entreprise	94
B - L'influence de la structure financière sur les performances : l'effet de levier	95
C - L'influence de la structure des coûts et l'effet de levier d'exploitation	97

Chapitre 5

L'analyse financière du bilan

103

Section 1 – Structure comptable et approche financière du bilan	103
A - De l'approche juridique à l'approche financière du bilan	104
1 - Le bilan et le concept juridique du patrimoine	105
2 - L'approche financière du bilan	106
3 - L'équilibre du bilan et sa signification	108

B - Les présentations normalisées du bilan : une analyse comparative	110
1 - Les principes communs de présentation	111
2 - Les éléments de différenciation entre les modèles de bilan	112
Section 2 – Le fonds de roulement	117
A - Définitions	118
1 - Le fonds de roulement net ou permanent (FRN)	118
2 - Le fonds de roulement propre	119
B - L'interprétation du fonds de roulement	121
1 - L'interprétation du fonds de roulement net (FRN)	121
2 - L'interprétation du fonds de roulement propre	126
Section 3 – La relation fondamentale de trésorerie	131
A - Besoins en fonds de roulement et trésorerie	131
1. La notion de « Besoin en fonds de roulement » (BFR)	131
2. La notion de « Trésorerie » ou de situation de trésorerie	134
B - La relation de trésorerie	135
1. La formulation de la relation	135
2. L'interprétation de la relation de trésorerie	138
Section 4 – La méthode des ratios et l'étude du bilan	143
A - Les ratios concernant la structure du bilan	143
1. L'expression du bilan en pourcentages	143
2. Les ratios concernant la structure de l'actif	145
3. Les ratios concernant la structure du passif	146
4. Les ratios de synthèse	147
B - Les ratios de rotation	148
1. Les ratios de rotation des stocks	148
2. Les ratios de rotation des créances commerciales	149
3. Les ratios de rotation des dettes à l'égard des fournisseurs	150
4. L'utilité analytique des ratios de rotation	150
Chapitre 6	
L'analyse des flux financiers	153
Section 1 – Variations du bilan et signification des mouvements patrimoniaux	154
A - Les différents types de mouvements patrimoniaux	154
B - Les notions d'emplois et de ressources	154
1. La formation des ressources	154
2. L'identification des emplois	155
C - La distinction entre emplois et ressources	156
Section 2 – Construction et interprétation des tableaux d'emplois et ressources	156
A - Principes de construction	156
1. Le relevé des mouvements patrimoniaux	157
2. Le tableau détaillé des emplois et ressources	158

B - La construction du tableau de financement	160
1 - La présentation du PCG français de 1982	160
2 - Une présentation prolongeant les concepts du plan OCAM : le modèle du plan comptable zaïrois	161
3 - Une présentation synthétique du tableau de financement	164

Troisième Partie

Les décisions financières fondamentales	175
---	-----

Chapitre 7

Le plan financier	177
--------------------------------	-----

Section 1 - Les composantes du plan financier	177
---	-----

A - La place du plan financier dans le système de gestion	177
1 - Plan financier et processus de gestion	177
2 - Plan stratégique, plan opérationnel et plan financier	178
B - Le contenu du plan financier	181

Section 2 - Élaboration, mise en œuvre et contrôle du plan financier	182
---	-----

A - L'évaluation des besoins de financement	182
B - Les variables prises en compte dans l'élaboration du plan financier	184
C - La mise en œuvre et le contrôle du plan financier	186
Conclusion	186

Chapitre 8

Systèmes financiers et sélection des moyens de financement ...	187
---	-----

Section 1 - Les enjeux des décisions de financement pour l'entreprise	188
--	-----

A - Décisions de financement et ajustements financiers	188
B - Décisions de financement et enjeux stratégiques	189
C - Diversité et classement des moyens de financement	190
1. Le classement selon la nature des créances	190
2. Le classement selon le terme	190
3. Le classement selon l'origine des fonds	191
4. Le classement selon la destination des fonds	192
5. Les limites inhérentes à tout classement de ressources	193

Section 2 - L'autofinancement	194
-------------------------------------	-----

A - Définition et mesure de l'autofinancement	194
B - Les déterminants de l'autofinancement	196
C - L'importance de l'autofinancement pour le financement de l'entreprise	198

D - Autofinancement et capacité de remboursement	201
E - Autofinancement et autonomie financière	202
Section 3 - Les apports en capitaux propres	202
A - Les différents types d'augmentation de capital	202
1. Les augmentations de capital par apports en numéraire et en nature	202
2. Les augmentations de capital par incorporation de réserves	203
3. Les augmentations de capital par conversion de dettes	205
B - L'évaluation des capitaux propres	206
1. La valeur nominale du capital	206
2. La valeur intrinsèque	206
3. La valeur marchande	206
Section 4 - Le recours à l'endettement	207
A - L'endettement par appel direct à l'épargne	208
1. L'émission de titres à court terme	208
2. L'émission d'obligations	209
B - Les prêts et crédits consentis par les banques et les autres intermédiaires financiers	210
Chapitre 9	
Coût du financement et structure financière	211
Section 1 - Le coût spécifique d'une ressource isolée	211
A - Calculs financiers fondamentaux	211
1 - Intérêts simples	211
2 - Intérêts composés	212
3 - Actualisation	214
B - Le coût des dettes	217
C - Le coût des capitaux propres et des ressources d'autofinancement	225
1. La justification du coût des capitaux propres	225
2. La mesure du coût des capitaux propres	226
Section 2 - Le coût global du financement	231
A - La détermination du coût moyen pondéré du financement	232
B - Les difficultés rencontrées pour la détermination du coût moyen pondéré	233
Section 3 - Le problème de la structure financière	234
A - L'enjeu des décisions relatives à la structure financière	234
1 - La notion de structure financière de l'entreprise	234
2 - Les critères d'optimisation de la structure financière	235
B - Les théories de la structure financière de l'entreprise	235
1 - Les positions en présence	235
2 - La théorie du bénéfice net (<i>net income</i>)	236
3 - La théorie du bénéfice d'exploitation (<i>net operating income</i>)	237

4 - La théorie « classique » de la structure financière de l'entreprise	242
Conclusion	247

Chapitre 10

L'évaluation des projets d'investissement	248
--	------------

Section 1 - L'approche financière des projets d'investissement	249
--	-----

A - L'identification des projets d'investissement	249
1 - L'approche comptable et juridique de l'investissement	249
2 - L'approche « psychologique » de l'investissement	250
3 - L'approche « monétaire » de l'investissement	250
4 - Une définition opératoire de la politique d'investissement	250
B - La prise en compte des différents effets de l'investissement	251
1 - Les analyses « multicritères »	251
2 - Le recours à des critères exclusivement monétaires	252
C - Les principes d'évaluation des projets d'investissement	253
1 - Les variables financières à prendre en compte	254
2 - La prise en compte de variables extra-financières	256

Section 2 - Les critères d'évaluation des projets d'investissement	257
--	-----

A - Les méthodes fondées sur la rentabilité moyenne	258
1 - Le taux de rentabilité moyen	258
2 - Le délai de récupération	258
B - Les méthodes fondées sur l'actualisation des <i>cash flows</i>	258
1 - L'utilité de la notion d'actualisation	258
2 - La valeur actuelle nette (V A N)	262
3 - Le taux interne de rentabilité (T I R)	263
Conclusion	264

Chapitre 11

Les décisions relatives à la trésorerie	272
--	------------

Section 1 - La prévision et le contrôle des budgets de trésorerie	273
---	-----

A - La prévision des recettes et des dépenses	274
1. Les obstacles rencontrés dans l'élaboration des prévisions de trésorerie	274
2. La prévision des flux des recettes et des dépenses	275
B - L'élaboration et le contrôle du budget de trésorerie	279
1. La structure du budget de trésorerie	279
2. L'utilisation du budget de trésorerie	281

Section 2 - Les décisions financières à court terme	287
---	-----

A - La mise en œuvre des ressources de trésorerie	287
1. La gamme des ressources financières à court terme	287
2. Les principales techniques de financement à court terme	288
B - La gestion des placements financiers à court terme	291

Bibliographie 293

Liste des figures et des tableaux 295

Liste des études de cas et des applications 298

Index 299

INTRODUCTION GÉNÉRALE

La gestion financière constitue un ensemble de méthodes d'analyse et d'outils opératoires qui permettent aux entreprises et autres organisations de s'assurer une insertion efficace dans leur environnement financier.

Les entreprises évoluent en effet dans un espace financier qui leur offre des instruments et des possibilités d'action spécifiques, mais qui les soumet aussi à des contraintes drastiques. C'est ce qui permet de définir d'abord l'objet de la gestion financière ou de la finance d'entreprise par référence à ces opportunités et à ces contraintes suscitées par l'environnement financier.

Cette première approche de la gestion financière permet de souligner d'emblée une orientation majeure retenue dans le présent ouvrage. En général, les formulations théoriques ou appliquées relatives à la finance et à la gestion financière adoptent une optique normative et s'attachent à énoncer des **règles universelles d'analyse et de comportement**. Dans les développements qui suivent, on cherche au contraire à développer une **conception positive, « contingente » et relativiste de la gestion financière**, ce qui conduit à mettre en évidence l'influence que le contexte interne et externe propre à l'entreprise exerce sur sa gestion financière.

En effet, le contenu et les termes des problèmes financiers que l'entreprise doit affronter, de même que la gamme des solutions qu'elle peut leur apporter, sont manifestement liés aux caractéristiques de son environnement financier ainsi qu'à ses caractéristiques propres. Même si les prescriptions de la gestion financière peuvent prétendre à un caractère général, il est donc probable que leur contenu doit être adapté, et au moins nuancé, selon les situations auxquelles elles s'appliquent.

Ainsi, les questions posées à la gestion financière se posent en termes singulièrement différenciés selon qu'il s'agit par exemple de traiter les problèmes de règlement d'une micro-entreprise du secteur informel dans un pays en développement quasiment dépourvu de toute superstructure financière, les problèmes de financement d'une firme multinationale ayant accès aux marchés internationaux des capitaux ou les problèmes d'investissement d'une moyenne entreprise industrielle située sur un marché richement pourvu en liquidités et en institutions de financement.

Dans le premier cas, celui des **micro-entreprises du secteur informel**, les aspects financiers de l'activité restent embryonnaires. Ils se bornent à la réalisation de transactions monétaires: achats, ventes, acquisitions de matériel par exemple. Le champ de la gestion financière se limite alors à la gestion des règlements et d'une encaisse monétaire, le plus souvent détenue par un individu ou un groupe familial. Cette **conception « mini-male » de la gestion financière** est celle que l'on rencontre dans de nombreuses petites unités dans les pays en développement ; elle s'inscrit alors dans le contexte d'un système financier encore peu structuré et peu différencié. Mais elle peut également être observée dans les secteurs de l'économie souterraine (*underground economy*) qui sont apparus, et parfois prospèrent, dans certains pays développés d'Europe méridionale ou d'Amérique du Nord.

Dans le cas des **grandes entreprises à activités largement internationalisées**, le champ de la gestion financière s'élargit au contraire pour englober l'ensemble des problèmes de la finance d'entreprise. Il traite des règlements reçus ou effectués, en monnaie nationale ou en devises. Il inclut la recherche de moyens de financement auprès des marchés des capitaux comme auprès des banques, dans le pays d'origine comme à l'étranger. Il s'intéresse à tous les projets d'investissement et de placement, domestiques ou internationaux. Il assure enfin le suivi et la maîtrise des risques financiers liés à toutes les opérations menées sur le marché national comme sur les marchés étrangers ; cette mission porte sur les risques de change (liés à des opérations en monnaies étrangères), sur les risques de taux d'intérêt (liés à des emprunts, des prêts, des placements ou des participations financières) et sur les risques administratifs et politiques. On est alors en présence d'une **conception extensive de la gestion financière** qui couvre tous les aspects de la finance, sans connaître de limitation technique ou géographique.

Enfin, dans le cas des **entreprises industrielles ou tertiaires moyennes**, situées dans un pays à système financier développé, l'environnement propose une gamme étendue d'instruments financiers. Mais, compte tenu de sa dimension, l'entreprise n'est pas concernée par certains instruments, marchés ou circuits. Ainsi, elle ne peut envisager un financement direct sur les marchés des capitaux et doit nécessairement se tourner vers les ressources proposées par les banques ou autres institutions financières. En outre, une entreprise de ce type est le plus souvent peu concernée par des problèmes complexes de finance internationale et d'investissement financier; elle se montre en revanche généralement préoccupée par des problèmes de financement liés à ses opérations industrielles et commerciales ou à l'acquisition d'équipements et autres actifs durables.

Comme le montrent les trois exemples caractéristiques qui viennent d'être mentionnés, la problématique de la gestion financière et son contenu technique sont étroitement liés au contexte interne et à l'environnement externe. Dans ces conditions, il apparaît nécessaire d'identifier et de mettre en lumière les **aspects universels** décelables dans la théorie et la pratique financières, mais aussi les **aspects contingents, circonstanciels et locaux**, propres à tel type d'entreprise ou à tel contexte national ou régional.

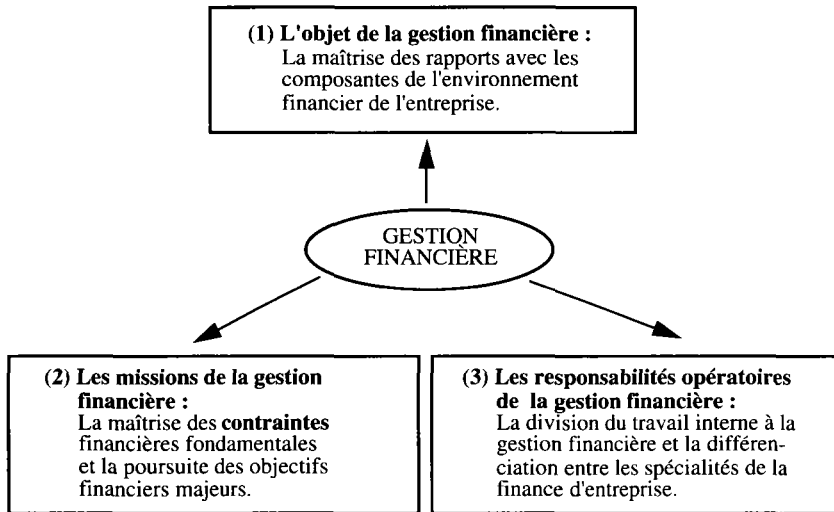
Les éléments qui pourraient constituer le **socle universel de la théorie et de la pratique financières** sont liés aux caractères communs à toutes les économies pratiquant l'échange monétaire et le crédit. Ainsi, *une entreprise, quelle qu'elle soit, doit traiter des problèmes de gestion financière chaque fois qu'elle effectue ou envisage une opération qui exige l'acquisition, la détention ou la cession de monnaie et de titres*. En conséquence, toute entreprise insérée dans une économie où circulent de la monnaie et d'autres créances se trouve confrontée aux opportunités et aux contraintes de la finance et doit donc mettre en place des procédures appropriées de gestion financière.

En revanche, certains aspects de la finance présentent manifestement un **caractère spécifique**. D'une part, le stade et les formes de développement du système financier national ou international influencent la nature et la diversité des instruments, des institutions et des mécanismes qui affectent la gestion financière. D'autre part, la puissance et les orientations de chaque entreprise déterminent également ses possibilités d'action en matière financière.

En conséquence, une approche positive de la gestion financière exige la prise en compte des influences qu'elle subit, du fait des caractères propres à l'entreprise, mais aussi du fait des caractères inhérents au système financier auquel elle s'applique. Ces influences affectent l'objet général et les missions reconnus à la gestion financière comme les responsabilités opératoires qui lui sont assignées.

De façon plus précise le contenu de la gestion financière peut alors être abordé par référence à son **objet** (Section 1), aux **missions fondamentales** qui lui sont dévolues (Section 2), aux **responsabilités opératoires** qui sont confiées aux spécialistes des différents métiers de la finance (Section 3).

Figure 1 – L'objet de la gestion financière



SECTION 1 – L'ENVIRONNEMENT FINANCIER ET L'OBJET DE LA GESTION FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE

En première analyse, *l'espace financier qui environne l'entreprise constitue un ensemble de processus relatifs à la création, la conservation et la circulation de monnaie et d'autres actifs financiers*. Cependant, la monnaie et les autres actifs, ne constituent qu'une des manifestations de systèmes financiers complexes qui mettent plus largement en jeu **cinq ensembles de composantes** nettement identifiées.

En premier lieu, le système financier englobe une **masse d'instruments** correspondant à une **gamme d'actifs** multiformes. Ces actifs constituent **des titres** financiers, c'est-à-dire *des documents représentatifs de droits de propriété ou de droits de créance, détenus par une personne sur une autre personne*.

Quelle que soit leur forme matérielle ou immatérielle, quelle que soit l'identité de la personne qui les émet et de celle qui les détient, quelle que soit la nature précise des droits qui leur sont attachés, les actions, les obligations, les bons, les billets de trésorerie, les avoirs en monnaie et de multiples autres titres de créance ou de propriété, relèvent d'une telle définition. Celle-ci permet également de caractériser les **opérations financières** comme *des opérations qui se traduisent par la création, l'acquisition, la détention ou la cession de titres financiers*.

En deuxième lieu, le système financier met en cause des agents spécialisés, à titre exclusif ou principal, dans la réalisation d'opérations financières et qui peuvent donc être

caractérisés comme des **institutions financières**. C'est par exemple le cas pour les banques, les organismes d'épargne, les sociétés financières, les intermédiaires spécialisés dans les transactions boursières...

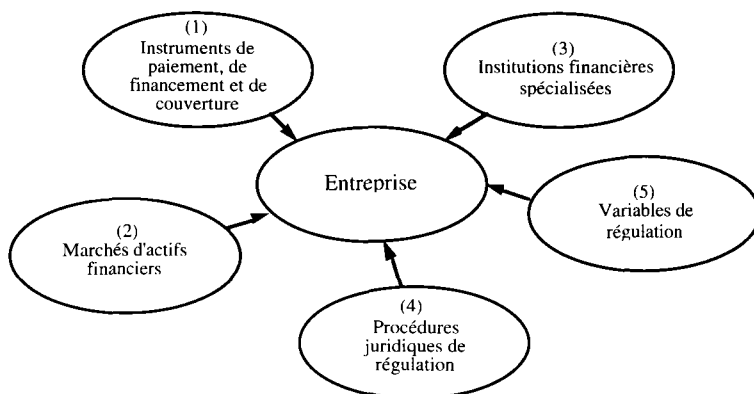
En troisième lieu, la circulation des titres financiers converge vers des canaux et vers des **marchés d'actifs financiers** sur lesquels se nouent des transactions qui les mettent en circulation. Certains de ces marchés assurent un rôle de **financement** de l'ensemble de l'économie (c'est le cas des marchés boursiers) ; d'autres ont essentiellement un rôle de **refinancement des institutions financières** et leur sont réservés à titre exclusif ou principal (c'est le cas des marchés monétaires et hypothécaires) ; d'autres enfin interviennent dans la **couverture des risques financiers** (c'est le cas des marchés d'options et des marchés de contrats financiers à terme ou « futurs »).

En quatrième lieu, l'ensemble des transactions financières et l'activité des institutions et des marchés sont régis par **des dispositifs juridiques et techniques** qui définissent les règles formelles de la pratique financière. Ces dispositifs qui visent à organiser et à réguler les comportements financiers affectent une diversité et une complexité saisissantes. Ils englobent aussi bien les dispositions relatives au contrôle du crédit et à l'organisation des professions bancaires, que les règles professionnelles énoncées par les associations de courtiers en valeurs mobilières, la fiscalité relative aux produits des placements, ou les conditions d'ouverture de tel ou tel marché.

Enfin, les comportements financiers sont aussi, et peut-être principalement, déterminés par l'intervention de certaines **variables de régulation** fixées sur des marchés spécialisés. L'ensemble de ces variables qui influencent l'action des opérateurs inclut par exemple les **taux d'intérêt** qui règlent les rapports entre prêteurs et emprunteurs, les **taux de change** qui règlent les échanges entre monnaies nationales, les **cotations** qui fixent les prix des actifs financiers faisant l'objet de transactions.

Au total, l'objet de la finance d'entreprise peut ainsi être défini par référence à ces cinq pôles ou composantes du système financier. On parvient alors à une représentation en étoile des **cinq branches de la gestion financière**, reprise dans le schéma 2. Cette représentation signifie clairement que, pour toute organisation ou entreprise, la gestion financière doit assurer **la maîtrise des instruments ou actifs financiers** (1), **celle des variables** (5) et **des procédures de régulation** (4) régissant les opérations financières, et conduire les relations nouées avec les **partenaires financiers** (3) et les **marchés** (2) concernant l'activité de l'organisation.

Figure 2 – L'entreprise et son environnement financier



SECTION 2 – LES MISSIONS DE LA GESTION FINANCIÈRE

La plupart des ouvrages et autres publications modernes relatives à la gestion financière assignent à cette discipline un but fondamental : **assurer la maximisation de la valeur de l'entreprise** ou encore **la maximisation de la richesse de ses propriétaires**. Les formulations proposées subissent parfois des adaptations pour tenir compte du cadre précis de l'entreprise. Ainsi, on parlera de la maximisation de la richesse des actionnaires pour les sociétés par actions et de la maximisation du cours coté lorsque les titres représentatifs du capital sont négociés en bourse. Mais, au-delà des nuances, la référence à la maximisation de la valeur et de la richesse apparaît comme un élément intégrateur de la finance moderne. Cependant, à cause de sa généralité même, cette référence à la richesse et à la valeur doit être précisée sur trois de ses implications majeures, pour conduire à une formulation claire et distincte des missions de la gestion financière.

La maximisation de la valeur exige d'abord que le patrimoine soit engagé dans des projets d'investissement qui le valorisent grâce à leur rentabilité future ; à cet égard, la gestion financière doit **s'assurer de la qualité et du niveau des performances** réalisées par l'entreprise dans ses différents projets et activités. En outre, la maximisation de la valeur implique sa protection et sa conservation ; aussi la gestion financière a-t-elle pour mission d'éviter la dissipation du patrimoine à l'occasion d'une faillite et doit-elle **veiller au maintien de la solvabilité ou de l'équilibre financier de l'entreprise**. Mais le risque de faillite ne constitue qu'une forme particulière du risque financier. En effet, l'entreprise est exposée à des risques multiples liés à l'instabilité de son environnement financier ; il revient alors à la gestion financière de mettre en place les instruments de couverture appropriés pour **assurer la protection adéquate contre ces risques**.

A – LA MAXIMISATION DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

La gestion financière s'attache en premier lieu à la maximisation de la valeur de l'entreprise. Or cette valeur ne peut être seulement appréciée par rapport au patrimoine ou à la richesse présents accumulés par l'entreprise. Elle doit également être analysée par référence aux projets et activités futures dans lesquels le patrimoine est et sera engagé.

En effet, la richesse accumulée par l'entreprise à une date donnée ne constitue qu'un des éléments qui permettent d'apprécier sa valeur. Celle-ci doit tenir compte également des **résultats attendus** dans le futur, grâce à la mise en œuvre du patrimoine accumulé. En d'autres termes, **la valeur est une valeur d'anticipation** : elle correspond à la valeur actuelle que l'on peut attacher aux revenus futurs attendus des activités de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle la valeur est inséparable de la qualité des projets dans lesquels le patrimoine est engagé.

Cette raison permet de comprendre pourquoi deux fonds de commerce mettant en jeu un patrimoine de montant immédiat à peu près équivalent peuvent faire l'objet d'évaluations fortement divergentes. Soient deux commerces qui s'installent dans deux lieux voisins et disposent au départ d'un matériel et d'aménagements comparables, d'une valeur de 1 000 000 francs environ. L'activité du premier fait apparaître, dès les premiers mois

d'activité, un chiffre d'affaires et des résultats plus favorables. En outre, l'écart entre les deux commerces semble devoir se confirmer dans le futur, compte tenu des produits vendus et de la qualité de la gestion de leurs responsables respectifs. La valeur de la première entreprise sera dès lors plus élevée que celle de la seconde. Alors que les deux affaires représentent le **même patrimoine** aujourd'hui, le repreneur éventuel de l'un de ces deux fonds **considérera que les perspectives de résultat** liées aux activités attendues de l'une et l'autre justifient une différence d'évaluation !

La valeur d'une entreprise ne peut être assimilée à la **valeur de son patrimoine aujourd'hui**. Si celle-ci revêt une certaine importance, sa prise en compte doit être pondérée par trois autres considérations.

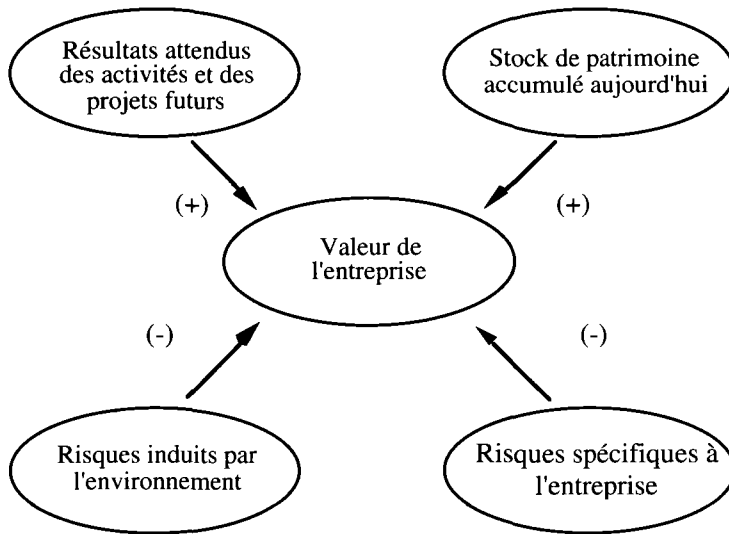
1. La valeur de l'entreprise est une **valeur actuelle**, c'est à dire l'équivalent présent des résultats futurs attendus.

2. En ce sens, la valeur n'est pas la grandeur figée d'un stock de richesse statique, mais c'est une **grandeur dynamique** inséparable du processus de mise en valeur du patrimoine. Les perceptions relatives à la qualité des projets déployés, les indications recueillies sur leurs perspectives futures en termes de résultat influencent donc un réexamen permanent de la valeur de l'entreprise. C'est ce qui explique la sensibilité de l'évaluation à des informations nouvelles qui orientent les anticipations dans un sens favorable ou défavorable. Ainsi, le cours d'une action en bourse augmente souvent de façon brutale à l'annonce d'un fait susceptible d'améliorer les perspectives de l'entreprise émettrice (découverte d'un nouveau procédé, succès commercial d'un nouveau produit, obtention d'un important marché à moyen terme...). Mais il peut également subir une chute aussi soudaine à l'annonce d'événements qui dégradent les anticipations (mouvements sociaux, litiges, difficultés techniques, sinistres). Le cas de l'action de la Société Eurotunnel fournit un exemple éclairant de ce type de sensibilité puisque le marché boursier réagit intensément à tout fait présent qui améliore (achèvement du creusement du premier tunnel, conclusion d'accords relatifs aux liaisons ferroviaires à grande vitesse destinées à transiter par le tunnel ...) ou dégrade les anticipations formées aujourd'hui et relatives à des activités qui ne commenceront à dégager des résultats qu'en 1993 !

3. L'évaluation est sensible à tous **les risques perçus** comme susceptibles d'affecter le niveau et la stabilité futurs des résultats attendus. Ces risques peuvent être liés soit à des caractéristiques propres à l'entreprise, soit à des évolutions de l'environnement. Mais, dans tous les cas, la perception d'une **aggravation du risque** se traduit par une **dépréciation** de la valeur des entreprises concernées. Ainsi, une crise socio-politique majeure (une guerre, une période d'instabilité gouvernementale ou des troubles sociaux) entraîne la formation d'anticipations plus pessimistes sur les perspectives économiques globales et donc une baisse de la valeur de l'ensemble des entreprises concernées. De même, la perception d'une aggravation des risques spécifiques encourus par une entreprise en particulier (à cause d'un endettement excessif, de contreperformances industrielles, de troubles sociaux majeurs ...) se traduit par une dégradation des évaluations dont elle fait l'objet, et notamment sur les marchés boursiers si elle est cotée. Inversement, une **amélioration des perceptions** relatives aux risques induits par l'environnement ou spécifiques à certaines entreprises entraîne une augmentation de leur valeur.

En fin de compte, la maximisation de la valeur de l'entreprise apparaît ainsi tributaire du niveau des performances assurées par les activités de l'entreprise et de la maîtrise des risques de faillite et des risques financiers en général.

Figure 3 – Les déterminants de la valeur de l'entreprise



B – LE MAINTIEN DU NIVEAU DES PERFORMANCES FINANCIÈRES

La gestion financière doit veiller au maintien des performances de l'entreprise à un niveau satisfaisant. Les formulations théoriques de la finance d'entreprise énoncent même un principe de **maximisation des résultats**. Mais la plupart des formulations opératoires se bornent à préconiser la **recherche d'un niveau de résultats satisfaisant à moyen et long terme**.

La recherche d'un certain niveau de résultats traduit autant une **contrainte majeure** subie par l'entreprise que le choix délibéré de ses propriétaires et dirigeants.

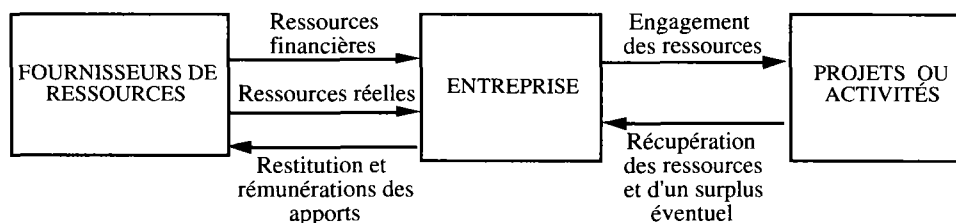
En effet, l'entreprise met en œuvre des ressources coûteuses. Elle doit ainsi rémunérer différents partenaires qui lui confient ces ressources en prélevant ces rémunérations sur le produit de son activité. La gestion financière doit donc vérifier d'abord que l'activité est assez efficace pour sécréter les produits qui permettront de rémunérer les apporteurs de ressources et, le cas échéant, pour assurer la restitution de ces ressources. Ainsi, dans le cas d'un emprunt, les responsables devront s'assurer que les ressources financières obtenues seront utilisées dans des conditions suffisamment efficaces pour permettre le versement par l'entreprise des intérêts prévus et des remboursements, aux échéances convenues avec le prêteur.

En outre, le dégagement par l'entreprise de résultats défavorables ou insuffisants traduirait un **gaspillage de ressources** dommageable tant pour l'entreprise elle-même que pour ses bailleurs de fonds et pour l'économie nationale.

Mais la recherche d'un certain niveau de performances doit également tenir compte de la durée. Contrairement à une idée trop largement répandue, la finance d'entreprise ne préconise pas la recherche à tout prix d'un profit maximum à court terme. Elle apprécie

au contraire très favorablement la **stabilité** des performances et, en introduisant les notions de valeur actuelle et de risque, cherche à ménager un compromis satisfaisant entre stabilité et rentabilité.

Figure 4 – La contrainte d'efficacité



C – LA MAÎTRISE DES RISQUES FINANCIERS

La maîtrise des risques financiers constitue le troisième impératif majeur assigné à la gestion financière. Selon une **formulation générale**, le risque lié à un actif, à un ensemble d'actifs diversifiés et donc à une entreprise, peut être défini par référence à la **variabilité anticipée des résultats qu'ils sont susceptibles d'assurer**. Cette notion générale du risque est fondée sur la prise en compte de l'instabilité ou de la volatilité attendues des performances financières futures.

Cependant, la gestion financière complète cette approche générale du risque en proposant des approches plus spécifiques (§ 2). Ainsi, elle étudie et cherche à maîtriser **l'instabilité liée à certaines situations ou opérations** (risque d'exploitation lié à la structure des coûts, risque d'endettement lié à l'effet de levier financier, risque de faillite lié à l'insolvabilité éventuelle). Enfin, elle cherche à contrôler les incidences sur l'entreprise de **l'instabilité inhérente à certaines variables d'environnement** (risque de change, risque de taux d'intérêt) ou à **des ruptures brutales de l'environnement institutionnel** (risque administratif et risque politique).

1 – Analyse générale du risque et variabilité anticipée des résultats

Un actif quelconque ou un ensemble d'actifs permet, lorsqu'il est mis en valeur, d'espérer des résultats futurs, dégagant un taux de rentabilité anticipé R_j . On peut ainsi associer à cet actif une série de taux de rendements anticipés R_1, R_2, \dots, R_n correspondant aux différentes hypothèses susceptibles d'être énoncées à propos de l'avenir de l'entreprise, de son activité, de son environnement. Chacun de ces taux est affecté d'une probabilité subjective P_j ce qui conduit à associer à l'ensemble des taux espérés (R_1, R_2, \dots, R_n) un ensemble de probabilités (P_1, P_2, \dots, P_n).

La distribution des taux de rentabilité espérés permet alors de dégager l'**espérance mathématique** correspondant à la moyenne des taux de rendement espérés, pondérés par les probabilités qui leur sont associées.

$$\bar{R} = E(R) = \sum_{j=1}^n P_j \times R_j \quad (1)$$

Elle conduit également à faire ressortir l'**instabilité** ou la **dispersion** de ces résultats attendus en mettant l'accent sur l'ampleur de l'écart à la moyenne ($R_j - \bar{R}$) pour les différents taux attendus. C'est la **variance** [$\sigma^2(R)$] et l'**écart-type** [$\sigma(R)$] qui fournissent l'indication habituellement proposée pour mesurer cette instabilité ou cette volatilité des rendements attendus.

$$\sigma^2(R) = \sum_{j=1}^n P_j \times [R_j - \bar{R}]^2 \quad (2)$$

$$\sigma(R) = \sqrt{\sum_{j=1}^n P_j \times [R_j - \bar{R}]^2} \quad (3)$$

Application N° 1 – Variabilité des résultats et risque financier

Soit un entrepreneur envisageant deux investissements A ou B. Il associe à leur réalisation des prévisions de production, de vente et de résultats qui permettent d'attribuer à chacun d'entre eux des taux de rendement respectivement attendus selon que diverses hypothèses relatives à l'environnement, au marché et à l'entreprise elle-même se trouvent réalisées. Dans l'illustration ci-dessous, on suppose par exemple que cinq hypothèses ou "scénarios" également probables sont envisagés par l'investisseur. Chacune de ces hypothèses H_j , affectée d'une probabilité $p = 1/5 = 0,20$, permet d'envisager un taux de rendement R_j . La figure 5 résume l'ensemble des prévisions élaborées par l'investisseur, compte tenu des "scénarios" plus ou moins favorables envisagés.

Figure 5 - Éléments relatifs au rendement anticipé de deux projets d'investissements (A, B)

Hypothèse ou "Scénario" envisagé		Projet A			
Hypothèse H_j	Probabilité P_j	Rendement attendu R_j	Rendement pondéré $R_j \times P_j$	Ecart à la moyenne $(R_j - \bar{R})$	$(R_j - \bar{R})^2 \times P_j$
H1	0,20	- 15	- 3	- 18	$324 \times 0,2 = 64,8$
H2	0,20	- 2	- 0,4	- 5	$25 \times 0,2 = 5$
H3	0,20	+ 4	+ 0,8	+ 1	$1 \times 0,2 = 0,2$
H4	0,20	+ 10	+ 2	+ 7	$49 \times 0,2 = 9,8$
H5	0,20	+ 18	+ 3,6	+ 15	$225 \times 0,2 = 45$
Somme \sum_j	1	+	$\bar{R} = + 3$	-	+ 124,8 $\sigma^2(R) = 124,8$ $\sigma(R) = 11,17$

Hypothèse ou « Scénario » envisagé		$\bar{R} = + 3$ Projet A			
Hypothèse H_j	Probabilité P_j	Rendement attendu R_j	Rendement pondéré $R_j \times P_j$	Ecart à la moyenne $(R_j - \bar{R})$	$(R_j - \bar{R})^2 \times P_j$
H1	0,20	- 32	- 6,4	- 35,6	$1\,267,36 \times 0,2 = 253,472$
H2	0,20	- 12	- 2,4	- 15,6	$243,36 \times 0,2 = 48,672$
H3	0,20	+ 6	+ 1,2	+ 2,4	$5,76 \times 0,2 = 1,152$
H4	0,20	+ 15	+ 3	+ 11,4	$129,96 \times 0,2 = 25,992$
H5	0,20	+ 41	+ 8,2	+ 37,4	$1\,398,76 \times 0,2 = 279,752$
Somme \sum_j	1	+	$\bar{R} = + 3,6$	-	+ 609,04 $\sigma^2 (R) = 609,04$ $\sigma (R) = 24,679$

Dans le cas des deux projets envisagés, on constate d'abord que le projet A permet d'espérer un rendement moyen de 3 %. La dispersion des performances envisagées entre l'hypothèse la plus pessimiste (H_1) et l'hypothèse la plus favorable (H_5) peut être appréciée soit d'après l'écart des taux de rendement en valeur absolue [$R_5 - R_1 = + 18 \% - (- 15 \%) = + 33 \%$], soit d'après la variance des taux de rendement espérés [$\sigma^2 (R) = 124,8$], soit d'après leur écart-type [$\sigma (R) = 11,17$].

Quant au projet B, il permet d'espérer un taux de rendement plus élevé $\bar{R} = 3,6 \%$. En revanche, ce projet apparaît **plus risqué** car tous les indicateurs de dispersion montrent qu'il est plus volatile que A. C'est le cas pour l'écart des taux de rendement extrêmes envisagés [$R_5 - R_1 = 73 \%$], pour la variance [$\sigma^2 (R) = 609,04$] et pour l'écart-type [$\sigma (R) = 24,679$].

L'investisseur se trouve ainsi confronté à un choix fréquent en gestion financière. Il doit trancher entre un projet plus rentable mais plus risqué (B) et un projet moins rentable mais aussi moins risqué (A). Cet « **arbitrage** » entre le **risque** et le **rendement** constitue un aspect fondamental de la gestion du risque financier.

2 – Les analyses spécifiques des risques financiers

Si la variabilité (ou la volatilité) des résultats définit la forme générale du risque financier, des formes spécifiques du risque doivent également être analysées et maîtrisées par la gestion financière.

a) Le risque d'exploitation et la structure des coûts

Le risque d'exploitation met en cause la structure des coûts de l'entreprise. En effet, la répartition entre coûts fixes et coûts variables rend les résultats de l'entreprise plus ou moins sensibles à une variation du niveau de la production et des ventes. On démontre ainsi (voir p. 96) qu'une entreprise supportant des charges fixes ou de structure très élevées présente des résultats plus volatils et donc plus risqués. Dans le cas où la production

est faible, l'entreprise ne parvient pas à étaler ses charges fixes sur un nombre de produits suffisant et dégage alors des pertes élevées. Inversement, si le marché et l'activité permettent une production élevée, les charges fixes sont réparties sur une production suffisante pour dégager des marges importantes. De façon générale, l'augmentation de la part des charges fixes dans les charges de l'entreprise se traduit donc par un accroissement de l'écart entre les résultats obtenus dans les hypothèses les plus favorables et ceux obtenus dans les hypothèses les plus pessimistes. Cette relation entre la dispersion des résultats (donc le risque) et la structure des coûts met en cause l'activité courante de l'entreprise, c'est-à-dire l'activité de production, d'approvisionnement et de vente qui constituent l'exploitation courante. La structure des coûts suscite ainsi un risque spécifique qu'on peut à juste titre caractériser comme **un risque d'exploitation**.

b) Le risque d'endettement et l'effet de levier financier

Le risque d'endettement est lié à la structure du financement de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise augmente son appel à l'endettement, elle s'oblige à dégager des bénéfices supplémentaires pour assurer la rémunération et le remboursement de ses prêteurs. En conséquence, si son activité dégage des produits d'exploitation médiocres, l'entreprise subira une ponction sévère du fait du service de la dette et dégagera un résultat global défavorable. Au contraire, si les produits d'exploitation sont abondants, la charge de la dette sera épongée sans difficulté et l'endettement aura alors permis d'améliorer la rentabilité de l'entreprise. On démontre ainsi (voir p. 95) que **l'augmentation de l'endettement amplifie la dispersion des résultats** et suscite un risque financier propre. Elle augmente les espérances de rentabilité si l'évolution future confirme les hypothèses défavorables, mais dégrade les perspectives de résultat dans le cas où les hypothèses défavorables se trouveraient vérifiées.

c) Le risque de faillite

La situation de défaillance ou la faillite constituent la sanction possible de l'insolvabilité de l'entreprise. Or l'insolvabilité suscite d'abord **la menace d'une disparition** pure et simple de l'entreprise. Le risque de défaillance constitue ainsi un risque vital qui met en jeu la survie même de l'entreprise. Il justifie l'attention que ses responsables accordent à la maîtrise de ce risque et explique pourquoi le maintien de la solvabilité ou de l'équilibre financier constitue **un impératif majeur de la gestion financière**. Bien-sûr, les crises de solvabilité ne conduisent pas toujours à la faillite et, lorsque la défaillance peut être en fin de compte surmontée, après des problèmes de règlement, l'entreprise échappe à la menace de disparition et assure sa survie. Mais, même dans ce cas, **la défaillance entraîne des coûts spécifiques** qui doivent également être pris en compte lorsqu'il s'agit d'apprécier les enjeux du risque de faillite.

d) Les risques de change et de taux

Enfin, l'entreprise supporte des risques financiers spécifiques liés à l'évolution des taux de change de la monnaie nationale traduite en monnaies étrangères et à l'évolution possible des taux d'intérêt.

D'une part, chaque fois que l'entreprise effectue des opérations libellées en devises ou monnaies étrangères, elle s'expose à **des risques de perte liés à une évolution défavorable des taux de change**. Ainsi, une entreprise exportatrice qui réalise une vente à l'étranger et facture en devises risque une perte de change si la monnaie étrangère utilisée se déprécie contre la monnaie nationale. Inversement, un importateur qui s'est engagé à

régler ses fournisseurs étrangers en devises s'expose à une perte si le taux de change de ces devises contre la monnaie nationale augmente avant que le règlement intervienne. L'instabilité des taux de change constitue donc une source particulière de variabilité des résultats : elle crée un **risque de change** que la gestion financière doit contrôler et maîtriser.

Par ailleurs, de nombreuses entreprises sont exposées à des effets défavorables dus à une variation des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux. Une entreprise qui fait appel à des facilités bancaires à court terme sera par exemple obligée de supporter des frais financiers accrus en cas de hausse des taux. Inversement, un prêteur qui a consenti un crédit à taux fixe et qui perçoit donc un rendement plafonné subit un « manque à gagner » si les taux augmentent sur les marchés alors que la rémunération qu'il perçoit ne peut accompagner ce mouvement. L'évolution des taux d'intérêt constitue donc aussi la source d'une cause spécifique d'instabilité des résultats : en ce sens, on peut parler d'un **risque de taux d'intérêt** ou, plus brièvement, d'un **risque de taux** dont le suivi et la maîtrise créent une responsabilité particulière pour la gestion financière.

D – LE MAINTIEN DE LA SOLVABILITÉ OU LA MAÎTRISE DES ÉQUILIBRES FINANCIERS

L'analyse des risques financiers auxquels l'entreprise doit faire face a conduit à souligner l'importance du risque de faillite. Or la source fondamentale d'un tel risque réside dans l'insolvabilité possible de l'entreprise. C'est pourquoi il apparaît nécessaire de mettre l'accent sur l'importance que revêt le maintien de la solvabilité parmi les missions assignées à la gestion financière, même si cette mission ne constitue au fond qu'une traduction particulière de la mission générale relative à la maîtrise des risques financiers.

Dans son principe même, la solvabilité traduit l'aptitude d'un agent économique quelconque à **faire face à ses dettes**, lorsque celles-ci viennent à échéance. En termes plus concrets encore, le maintien de la solvabilité consiste donc dans l'exécution scrupuleuse des remboursements promis aux prêteurs et autres créanciers.

L'importance d'un tel impératif est liée aux **sanctions d'une éventuelle insolvabilité**. En effet l'insolvabilité expose le débiteur concerné à des conséquences dommageables qui peuvent revêtir un caractère d'extrême gravité.

Dans le cas d'un individu insolvable, les créanciers auxquels le règlement promis n'a pas été effectué peuvent engager une action judiciaire et demander la saisie des biens du débiteur défaillant. Si une telle action débouche, l'insolvabilité est alors sanctionnée par la perte de tout ou partie du patrimoine pour le débiteur défaillant.

Dans le cas d'une **organisation** et d'une **entreprise** en particulier, l'insolvabilité conduit les créanciers à faire constater la cessation de paiements par les tribunaux. La procédure judiciaire de « faillite » (*bankruptcy*) ou de « redressement judiciaire » ainsi engagée, peut alors conduire à la **liquidation pure et simple**, c'est-à-dire à la disparition de l'entreprise.

Ainsi, le maintien permanent de la solvabilité apparaît comme une contrainte majeure puisqu'il permet seul de **conjurer le risque de faillite** et de surmonter la menace d'une disparition pure et simple de l'entreprise.

On peut, bien sûr, discuter la présentation proposée ici de l'impératif de solvabilité comme un **impératif catégorique et absolu**. En effet, l'évolution des mœurs et, dans certains cas, celle des textes juridiques, semblent atténuer la portée des sanctions auxquelles

un débiteur défaillant se voit soumis. Dans certains pays, le droit s'attache par exemple à ménager une porte de sortie aux particuliers surendettés, soit à cause d'emprunts imprudents, soit à la suite d'une dégradation imprévisible de leur situation professionnelle ; c'est le cas en France avec les dispositions relatives au surendettement des ménages. Par ailleurs, certaines entités, notamment des entités du secteur public, semblent moins concernées par les effets possibles de l'insolvabilité. Enfin, dans certains pays ou milieux, la pratique et la morale des affaires font preuve d'une relative complaisance à l'égard de l'insolvabilité. Grâce à cette complaisance, certains particuliers parviennent à échapper à leurs contraintes de remboursement ; par exemple, des entrepreneurs peu scrupuleux subissent des faillites à répétition et créent de nouvelles entreprises sans avoir honoré les dettes contractées par les précédentes.

Ainsi, de multiples situations d'insolvabilité apparemment non sanctionnées peuvent être citées à l'appui d'une remise en cause du caractère absolu de l'impératif de solvabilité. Mais ces situations ne suffisent pas à justifier une telle remise en cause. En effet, tous les cas d'insolvabilité non sanctionnée traduisent des situations où les débiteurs défaillants acceptent une perturbation grave de leur situation économique pour se soustraire à leurs obligations. Ainsi un particulier insolvable pourra-t-il se protéger de la saisie éventuelle en dissimulant son patrimoine, mais il s'oblige alors à une existence partiellement clandestine qui comporte des inconvénients majeurs. De même, l'entrepreneur qui accepte de « mettre son entreprise en faillite » pour échapper à ses créanciers s'expose à des perturbations graves et à des coûts sévères. Même lorsqu'elle n'est apparemment pas sanctionnée, **l'insolvabilité comporte toujours un coût et entraîne une dégradation de la situation économique du débiteur défaillant.**

Ces inconvénients de l'insolvabilité sont manifestes dans des systèmes économiques fortement structurés. Même s'ils y sont moins perceptibles, ils existent aussi dans des systèmes plus informels qui, dans des pays en développement comme dans des pays développés, laissent une large place à une « économie souterraine » apparemment propice aux dérobades des débiteurs défaillants. Dans la plupart des cas, l'insolvabilité produit des effets dommageables qui perturbent le fonctionnement de l'entreprise de façon souvent dramatique et irrémédiable. Le maintien de la solvabilité demeure donc un impératif financier majeur, universel, absolu, dans toutes les économies où les échanges monétaires occupent une place significative.

SECTION 3 – LES RESPONSABILITÉS OPÉRATIONNELLES DE LA GESTION FINANCIÈRE

L'étude de l'objet de la gestion financière a conduit à lui reconnaître un champ de compétences spécifiques. Ce champ s'étend au traitement de l'ensemble des problèmes posés par les relations entre l'entreprise et son environnement financier (Section 1). Cette étude a également permis d'énoncer les **trois missions fondamentales** assignées à la finance ; ces missions concernent le maintien de la valeur de l'entreprise et de ses performances financières ainsi que la maîtrise des risques auxquels elles est confrontée (Section 2). L'ensemble de ces indications permet enfin de décrire les **principales tâches opérationnelles** qui incombent à la gestion financière ainsi que **la place de cette spécialité parmi l'ensemble des disciplines de gestion.**

A – LES PRINCIPALES TÂCHES OPÉRATIONNELLES DE LA GESTION FINANCIÈRE

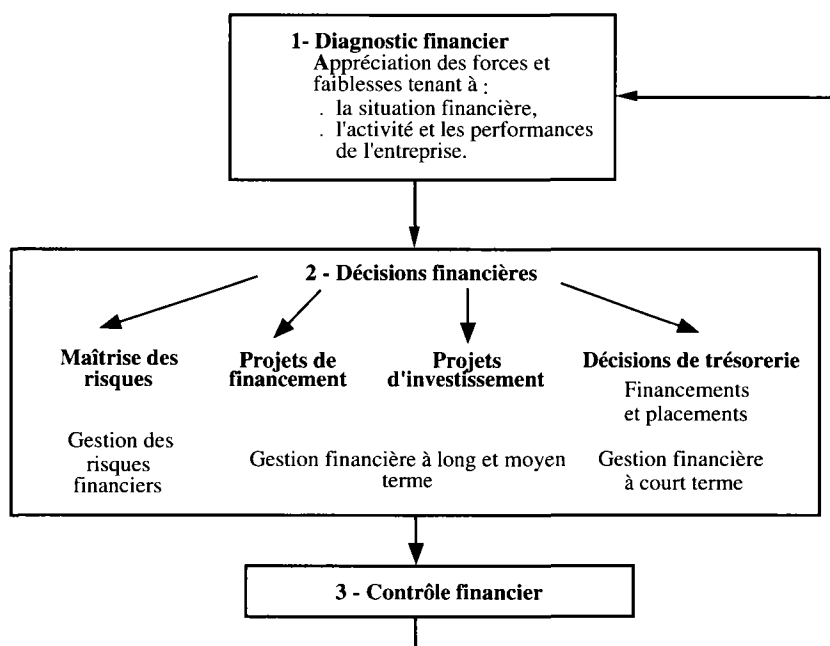
Les responsabilités opérationnelles de la gestion financière se distribuent entre les trois phases d'un cycle fondamental (figure 6).

Ce cycle comporte en premier lieu **une phase de diagnostic financier ou d'analyse financière** qui a essentiellement pour objet d'apprécier la situation et l'activité financières de l'entreprise, pour préparer l'adoption de mesures concrètes permettant de combler ses lacunes et de valoriser ses atouts.

En deuxième lieu, ce cycle comporte **une phase de formulation et de mise en œuvre des décisions financières**. Ces décisions s'inscrivent dans la perspective de projets à long et moyen terme et mettent en jeu des opérations d'investissement et de financement. Mais elles recherchent également des effets à court terme qui définissent le champ de la gestion de la trésorerie. En outre, des mesures doivent être arrêtées en vue de la protection de l'entreprise contre les risques financiers auxquels elle doit faire face à des échéances diverses.

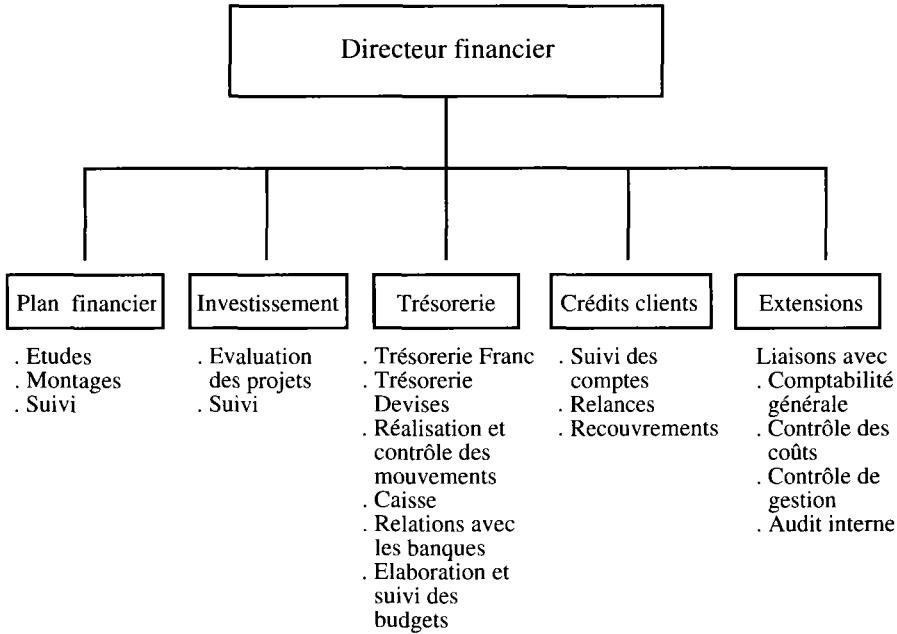
La troisième phase du cycle de la gestion financière consiste dans **le suivi et le contrôle** des projets dont la mise en œuvre a été décidée par l'entreprise. Cette phase permet le plus souvent de **constater des « écarts » ou des « dérives »** entre les réalisations effectives et les projets initialement affichés. Elle devrait conduire alors à déclencher des **mesures correctrices** qui se traduisent soit par une rectification de la trajectoire et son rapprochement avec les projets initiaux, soit par l'adaptation ou la révision des projets initiaux.

Figure 6 – Les responsabilités de la gestion financière : un schéma de synthèse



En pratique, les responsabilités de la gestion financière sont également décrites sur la base d'une énumération analytique des tâches concrètes qui lui sont confiées (figure 7).

Figure 7 – Les responsabilités opérationnelles de la gestion financière : un schéma analytique



B – LA PLACE DE LA GESTION FINANCIÈRE DANS LE SYSTÈME DE GESTION DE L'ENTREPRISE

Compte tenu des responsabilités qui lui sont assignées, la gestion financière occupe une place privilégiée parmi les fonctions de l'entreprise. D'une part en effet, elle comporte une **technicité propre** et exige une haute **spécialisation**, ce qui conduit le plus souvent à lui reconnaître une certaine autonomie de décision. D'autre part, les décisions engagées par toutes les fonctions de gestion entraînent des incidences financières puisqu'elles donnent lieu à la mise en œuvre de ressources ou d'emplois, de recettes ou de dépenses ; en conséquence, la gestion financière subit le contre-coup de l'ensemble des décisions de gestion et présente un **caractère transversal**. Elle réagit à l'ensemble des mesures de toute nature prises dans l'entreprise, pour autant que ces mesures aient une incidence financière. Mais elle doit en outre engager des actions adaptatives, en réaction aux projets des différentes fonctions de gestion, afin d'assurer le respect par l'entreprise des contraintes financières majeures.

L'organisation des entreprises doit donc être conçue de façon à traduire à la fois la **particularité de la fonction financière** et sa **liaison nécessaire avec les autres spécialités de gestion**. Les schémas organisationnels et les situations concrètes qui permettent de répondre à cette double exigence sont bien entendu multiples. On peut cependant en fournir quelques illustrations particulièrement caractéristiques.

1 – Le cas des petites entreprises à structure peu différenciée

Dans le cas des **petites entreprises**, la division du travail entre fonctions de gestion est relativement limitée. C'est pourquoi **la fonction financière s'y trouve le plus souvent confiée à un responsable polyvalent**. Ce dernier peut être par exemple le propriétaire-dirigeant lorsqu'il s'occupe personnellement de gestion ou « d'administration » ; ce responsable peut être également le chef comptable ou un agent administratif polyvalent lorsque le propriétaire-dirigeant a des compétences orientées davantage vers la production ou vers la vente. De telles solutions d'organisation peuvent paraître sommaires. Mais, sous réserve que des conditions minimales de compétence et de rigueur soient respectées, elles sont souvent suffisantes et adaptées pour répondre aux besoins de petites entreprises dont les problèmes financiers se posent essentiellement en termes de contrôle des mouvements de fonds, de financement de l'exploitation et, de façon très discontinue, d'investissement et de financement à moyen ou long terme. Dans ces conditions, les responsables auxquels sont confiées les tâches de gestion financière n'ont pas besoin d'une technicité « pointue » et d'une haute spécialisation mais surtout de qualités de vigilance et de rigueur dans le suivi des équilibres financiers, ainsi que de bonnes qualités relationnelles. Ces dernières qualités leur sont en effet constamment nécessaires pour négocier tant avec leurs partenaires internes (dans les fonctions de gestion qui suscitent des besoins et des ressources de financement), qu'avec des partenaires externes, parmi lesquels les banquiers occupent évidemment une place essentielle.

Le danger inhérent à ce type de structure réside dans l'attribution des tâches de gestion financière à un agent incapable de formuler un diagnostic simple, de concevoir des mesures financières adaptées et d'établir des relations correctes avec les banques. Il est fréquent par exemple que les tâches de gestion financière soient confiées à un cadre réputé polyvalent mais, en fait, trop exclusivement orienté vers les aspects comptables (tenue des écritures ou suivi des procédures d'enregistrement), administratifs (relations avec l'administration fiscale), commerciaux (recherche de la vente à tout prix, sans attention aux coûts, aux marges ou aux délais de paiement) ou techniques.

2 – Le cas des entreprises à structures plus spécialisées

Dans le cas des moyennes et des grandes entreprises, **la division du travail est généralement plus poussée** et la fonction financière s'y trouve alors confiée à un responsable plus spécialisé. Les organigrammes traditionnels faisaient ressortir un fréquent rattachement des tâches de gestion financière à un responsable administratif ou comptable. Au cours des vingt dernières années, la place de la finance ayant été considérablement élargie, on assiste à un renforcement de l'autonomie de la gestion financière et, souvent, à une inversion de la relation avec la « gestion comptable » et l'administration générale, jadis prédominantes. Cette inversion se traduit alors par le rattachement des tâches comptables et fiscales au domaine de compétence des responsables financiers. Les schémas des figures 8 et 9 représentent des organigrammes caractéristiques de ces deux types successifs de répartition des responsabilités.

Figure 8 – Un exemple d'insertion de la gestion financière dans les moyennes ou grandes entreprises traditionnelles

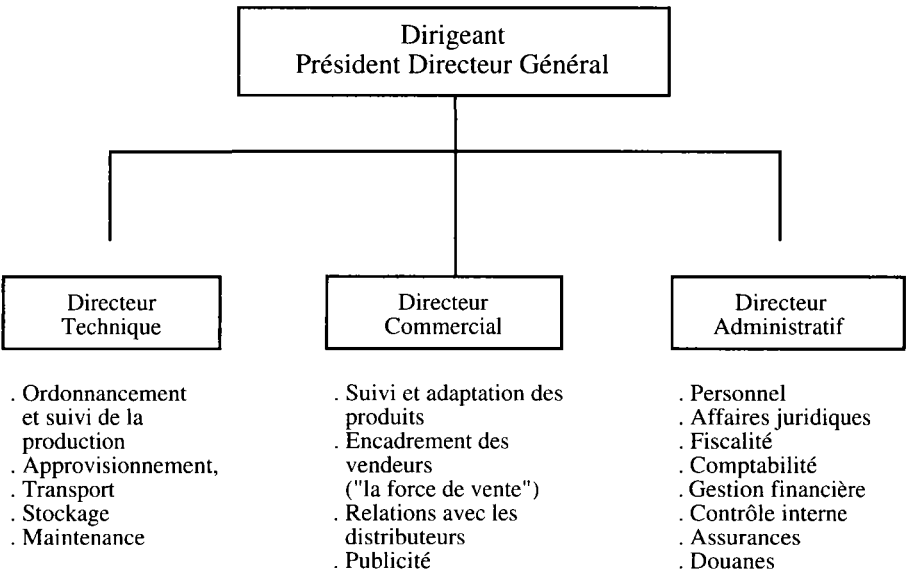
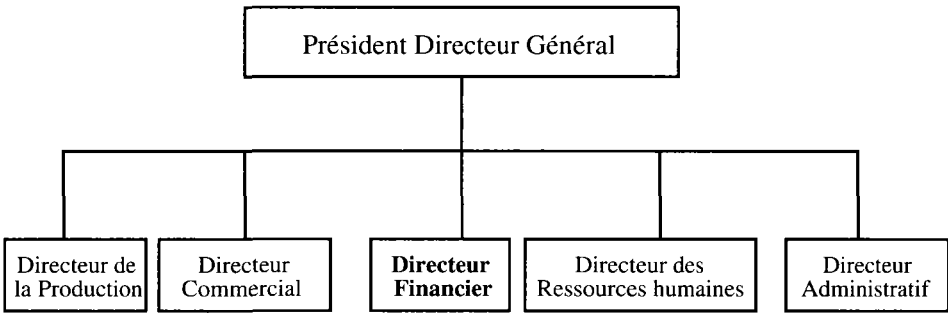


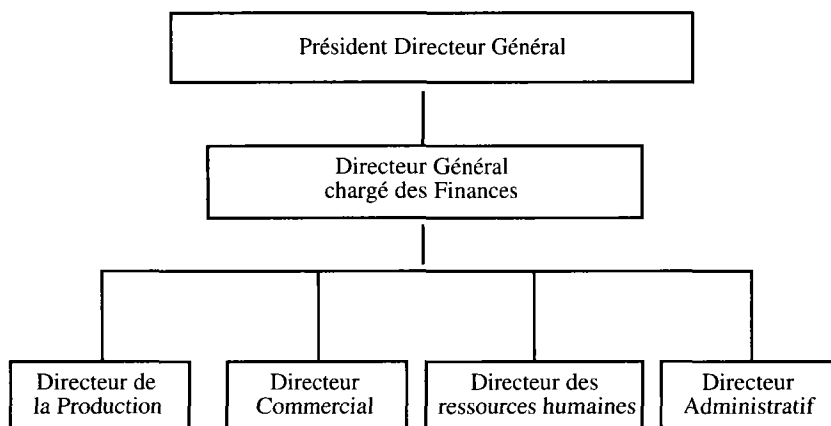
Figure 9 – La gestion financière dans les organigrammes modernes



3 – Le cas des entreprises à structure financière forte

Enfin, certaines entreprises pour lesquelles les opérations financières représentent des enjeux majeurs renforcent encore la place de la gestion financière dans le système de gestion. Elles ne se contentent pas de placer le responsable financier (par exemple le directeur financier) au même rang que les directeurs des autres grandes fonctions, mais **rat-tachent la gestion financière aux attributions d'un cadre chargé de responsabilités de direction générale** tel que le secrétaire général, le directeur général ou le directeur général adjoint (figure 10). Les entreprises dont les titres sont négociés en bourse doivent par exemple adopter des solutions de ce type, dans la mesure où les relations avec les actionnaires et « le marché » deviennent non seulement un enjeu technique de la gestion financière, mais aussi un enjeu stratégique global.

Figure 10 – Un exemple de rattachement de la gestion financière à des attributions de direction générale



Au total, les modes d'insertion de la gestion financière dans l'organisation de l'entreprise sont multiples et traduisent à la fois des caractères historiques (compétences initiales des fondateurs et des hauts responsables...) et des exigences propres au métier de l'entreprise. Mais quelle que soit la solution organisationnelle retenue, la réussite de l'insertion de la gestion financière exige le respect de trois conditions fondamentales. En premier lieu, l'organisation doit traduire la reconnaissance de l'autonomie et des compétences techniques propres à la finance d'entreprise. En deuxième lieu, elle doit comporter des procédures ou mécanismes internes de coordination, de négociation et d'arbitrage entre la gestion financière et les autres fonctions « dépensières » ou génératrices de ressources pour l'entreprise. Enfin, elle doit assurer que les relations avec les partenaires financiers extérieurs (banquiers, opérateurs boursiers, actionnaires...) sont prises en charge par des responsables dont les compétences, l'autonomie et le niveau hiérarchique sont adaptés à la situation de l'entreprise.

Le champ ou **l'objet de la gestion financière** ayant été définis par référence aux relations entre des entreprises ou des organisations et le système financier global, cette formulation a permis de proposer une première série d'indications relatives à ses **missions fondamentales** et à ses **responsabilités opératoires**. Cependant, l'examen précis des méthodes et des outils de la gestion financière exige l'approfondissement de trois ensembles d'interrogations qui seront développés dans la suite de cet ouvrage.

Un premier ensemble de questions porte sur **l'influence que l'environnement financier global** exerce sur les objectifs, et les démarches de gestion des entreprises et autres organisations (première partie). En étudiant ces questions, on pourra souligner que le développement de l'environnement financier comme celui de l'entreprise elle-même conditionnent le contenu et les orientations imprimées à la gestion financière.

Une seconde série de questions porte sur **les méthodes de diagnostic** préalables à la formulation des décisions et à la conduite des actions qui incombent à la gestion financière (deuxième partie).

Enfin, la phase d'analyse ayant permis de percevoir la nécessité de lancer des projets nouveaux et de définir leur orientation, il revient à la gestion financière d'élaborer, de mettre en œuvre et de contrôler les **décisions** et les actions qui permettront de les réaliser (troisième partie).

PREMIÈRE PARTIE

LA GESTION FINANCIÈRE
DE L'ENTREPRISE
ET LE SYSTÈME FINANCIER

Chapitre 1

La structure financière et le développement financier

*Les termes dans lesquels les problèmes de gestion financière se posent à l'entreprise sont largement déterminés par l'environnement financier dans lequel elle se trouve insérée. Puisque les instruments, les variables, les contraintes de gestion financière sont tributaires de caractéristiques de l'environnement, l'**analyse de la structure financière globale** permet d'identifier les influences qu'elle exerce sur le contenu même des problèmes posés à la gestion financière (Section 1).*

*Cependant, cette analyse de la structure financière globale doit être différenciée dans l'espace et dans le temps. Les comparaisons entre pays permettent, à une date donnée, de faire apparaître la profonde **hétérogénéité des structures financières nationales**. De même, l'étude des évolutions affectant la structure financière globale de chaque pays conduit à mettre en évidence des **tendances de développement financier** qui présentent des similitudes internationales, mais comportent également des caractéristiques nationales irréductibles (Section 2)*

SECTION 1 – SYSTÈME FINANCIER, STRUCTURE FINANCIÈRE

A – LES CONCEPTS DE SYSTÈME FINANCIER ET DE STRUCTURE FINANCIÈRE

L'environnement financier dans lequel les entreprises sont insérées présente des caractéristiques qui permettent à la fois de délimiter le champ de la gestion financière, de justifier les instruments qu'elle met en œuvre et les modes de régulation qui l'orientent et la sanctionnent. Compte tenu de l'interdépendance entre les composantes de cet environnement, on peut avancer le **concept de système financier** pour désigner l'ensemble des instruments, des institutions, des marchés, des circuits et des modes de régulation qui permettent la réalisation des opérations financières dans un espace économique national ou international.

Or le système financier ainsi défini présente dans la plupart des pays **des formes d'organisation typiques**, plus ou moins spécifiques, mais **durables**. C'est ce que suggère le recours à la notion de **structure financière**. Cette notion traduit en effet les caractéristiques majeures et relativement stables propres à l'**agencement des composantes du système financier**. Elle a été proposée et développée par R.W. Goldsmith qui la justifiait dans les termes suivants : « Les pays diffèrent quant à leur structure financière, quant au caractère exact, au mode de fonctionnement et à la dimension respective des différents types d'instruments et d'institutions financières, quant au degré de concentration atteint

dans les différentes catégories d'institutions financières et (...) quant au rapport entre le volume des instruments financiers (...) et le volume des grandeurs économiques significatives telles que la richesse nationale, le produit national, la formation de capital et l'épargne ».

La formulation de R.W. Goldsmith permet de souligner trois caractéristiques majeures de la structure financière dans un pays donné.

En premier lieu, cette structure financière est caractérisée par la **gamme des instruments** servant de support aux opérations financières, c'est-à-dire aux opérations de règlement, de constitution d'une épargne, de financement et de couverture des risques financiers. Ainsi, la **diversification des actifs financiers**, l'étendue de la gamme qu'ils composent, la répartition entre actifs de types différents constituent un aspect majeur de la structure financière.

Celle-ci est également caractérisée **par la nature et la différenciation des institutions financières** intervenant de façon régulière dans le processus de création, de conservation et de mise en circulation des actifs financiers. La diversité de ces institutions, leur niveau de spécialisation, leur **influence effective** sur les comportements des États, des entreprises et des particuliers, le montant et la structure de leur patrimoine et de leurs opérations constituent la seconde caractéristique majeure de la structure financière.

Mais l'analyse de la structure financière ne doit pas être limitée à la seule étude des institutions ; elle doit englober également l'étude des **marchés** sur lesquels les transactions relatives aux actifs financiers se négocient et se concluent, ainsi que l'étude des **circuits et canaux** qui organisent la circulation des flux financiers dans l'économie nationale et internationale.

Enfin, la structure financière peut être traduite en **termes quantitatifs** grâce à l'analyse de rapports caractéristiques entre les **stocks** ou encours atteints respectivement pour les actifs financiers de différents types. De même, elle peut être étudiée grâce à la comparaison entre les **flux** de transactions (émissions nouvelles, transactions sur les marchés secondaires, rythme de rotation) relatifs à ces divers types d'actifs, des indicateurs traduisant le **poids** respectif des divers types d'institutions et de marchés, et des grandeurs exprimant les caractères majeurs de **l'économie réelle** (production, richesse nationale, épargne globale et patrimoine des particuliers, des entreprises et autres institutions).

B – LES CARACTÈRES MAJEURS DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE

La structure financière globale dans laquelle les entreprises insèrent leur action est caractérisée par un certain niveau de différenciation de ses composantes et par un mode spécifique de combinaison entre ces dernières. Or, la complexité et le stade de développement de cette structure financière globale déterminent les variables d'action de la gestion financière, les termes des problèmes qu'elle se pose, la nature des solutions qu'elle peut leur apporter.

Ainsi, un système financier caractérisé par une **structure peu différenciée** apparaît dominé par la gestion de mécanismes de création et de circulation de monnaie et offre une gamme limitée de moyens de financement. La problématique de la gestion financière se trouve cantonnée dans un domaine relatif à la formation et à l'utilisation de l'auto-financement ainsi qu'à la maîtrise des règlements reçus ou effectués par l'entreprise.

Dans un système financier caractérisé par une **différenciation intense des instruments, des institutions et des marchés**, la gestion financière de nombreuses entreprises doit au contraire mettre en œuvre une gamme complexe de techniques de financement, de placement, d'investissement, de maîtrise des risques.

Cependant, dans un contexte déterminé, toutes les entreprises ne sont pas également concernées par les différents aspects de la structure financière globale : certains caractères qui leur sont propres déterminent leurs possibilités d'**accès** aux différents champs d'action de la gestion financière mais aussi leur **éviction** éventuelle de certains d'entre eux.

L'analyse des relations entre la **structure financière globale** (ou « l'environnement financier ») et la **structure financière de l'entreprise** pose ainsi quelques-uns des problèmes majeurs de la gestion financière. Cette analyse exige au préalable l'identification des caractères majeurs de la structure financière globale. Or ces caractères sont liés à la part respectivement occupée par les trois modes de financement fondamentaux que constituent l'autofinancement, le financement externe direct et le financement externe par intermédiation (§ 1). Par ailleurs, ils sont également liés à la diversité des institutions et des marchés financiers (§ 2), ainsi qu'à la gamme des instruments financiers proposés dans l'économie nationale (§ 3).

1 – Les modes de financement fondamentaux

a) Le problème général du financement

À un instant donné, trois types de situations coexistent au sein d'une économie nationale.

Certains opérateurs, particuliers, entreprises ou institutions diverses, ménagent un équilibre rigoureux entre leurs ressources et leurs dépenses, immédiates et à venir. Ils couvrent leurs besoins de financement grâce à leurs **ressources d'autofinancement** et se trouvent donc totalement autonomes à l'égard de financements externes.

Certains agents prévoient des ressources qui dépassent leurs intentions de dépenses. Ils disposeront donc d'un **excédent de ressources** qui pourrait rester inutilisé, sauf si son détenteur trouve un moyen pour le mettre à la disposition d'autres agents susceptibles de lui trouver un emploi. Ces agents disposent d'une capacité de financement, c'est-à-dire de ressources qui pourraient être avancées à des tiers.

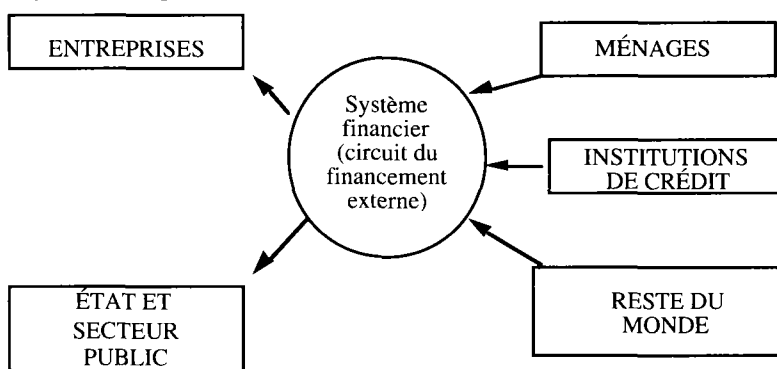
D'autres agents ont, au contraire, pour la période à venir, des projets de dépenses dont le montant dépasse celui de leurs revenus et de leurs disponibilités prévisibles. Il s'agit en particulier d'entreprises ayant des projets d'investissement ou d'extension de leur production. Il peut également s'agir de l'État si son budget est voté en déficit, de particuliers ayant l'intention de réaliser des dépenses exceptionnellement importantes (acquisition de biens durables, projets immobiliers...). Tous ces agents se trouvent donc en situation de déficit prévisionnel et devront renoncer à certains de leurs projets, sauf s'ils se procurent des fonds pour combler leur insuffisance de ressources. S'ils y réussissent, on dira alors qu'ils parviennent à **financer leur déficit**, ou à **couvrir leurs besoins de financement**.

La répartition des excédents et des déficits présente des caractères de régularité tels, qu'ils traduisent des données structurelles des problèmes du financement. En effet, certaines catégories d'agents sont essentiellement excédentaires. Il s'agit surtout des particuliers. D'autres agents sont, dans leur ensemble, structurellement déficitaires ; il

s'agit principalement des entreprises. Enfin, les autres catégories ont une situation variable et peuvent être, selon leurs opérations de la période, excédentaires ou déficitaires. Ainsi, l'État dégage une capacité ou un besoin de financement suivant le solde de son budget.

La figure ci-dessous résume la situation des principales catégories d'agents dans une situation fréquemment rencontrée dans la conjoncture mondiale actuelle.

Figure 1 – Capacités et besoins de financement dans l'économie nationale



Le problème technique du financement soulève donc, à l'échelle de l'économie nationale deux interrogations majeures.

En premier lieu, il conduit à s'interroger sur les moyens grâce auxquels les agents à capacité de financement peuvent être convaincus de mettre leurs ressources excédentaires à la disposition des agents en déficit, en acceptant de se dessaisir momentanément de leurs excédents. Cette première question pose **le problème des instruments et des mécanismes qui permettent d'assurer la collecte de l'épargne**.

Le problème du financement soulève également la question des modalités grâce auxquelles l'épargne pourra être canalisée vers les agents présentant des besoins de financement. Il permet de s'interroger sur les instruments et les mécanismes de **financement et de distribution du crédit**.

Ainsi les problèmes de financement, de la collecte de l'épargne, de la distribution du crédit posent globalement la question de la mise en relation des agents en excédent et des agents en déficit. Or, cette mise en relation peut s'effectuer selon les deux modalités fondamentales du financement externe, celle de la **finance directe** et celle de **l'intermédiation financière**.

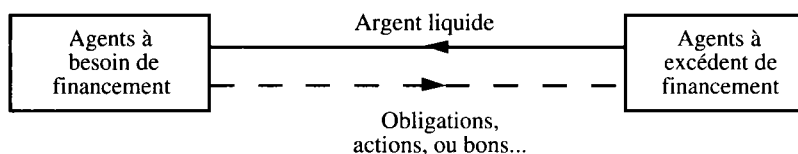
b) *Le financement externe : finance directe et intermédiation financière*

Dans le cas d'une relation de **finance directe**, un contact direct s'établit entre les agents à excédent de financement et les agents à déficit de financement. Les premiers mettent leur épargne à la disposition des seconds sans qu'un intermédiaire s'interpose entre eux.

C'est ce type de situation qu'on observe lorsqu'une entreprise « fait appel à l'épargne publique » à l'occasion d'un emprunt obligataire ou de l'émission d'actions nouvelles. Dans ce cas, les épargnants apportent de l'argent liquide représentant la fraction de leur épargne qu'ils mettent à la disposition de l'entreprise. En contrepartie, ils reçoivent de cette dernière un titre, c'est-à-dire un document qui représente un engagement de l'entreprise à leur égard. S'il s'agit par exemple d'un **emprunt obligataire**, l'obligation remise à l'épargnant représente à la fois une reconnaissance de dette de la part de l'entreprise

(« l'émetteur ») et l'engagement pris par cette dernière de verser des intérêts et de rembourser l'emprunt selon des conditions fixées à l'avance. S'il s'agit d'une **émission d'actions**, l'épargnant devient associé de l'entreprise : il reçoit donc une action représentant une fraction du capital et qui lui assure une participation à certaines décisions de l'entreprise, aux distributions de bénéfices qui pourront intervenir, et au partage du patrimoine en cas d'interruption future de l'activité.

Figure 2 – Le principe de la finance directe

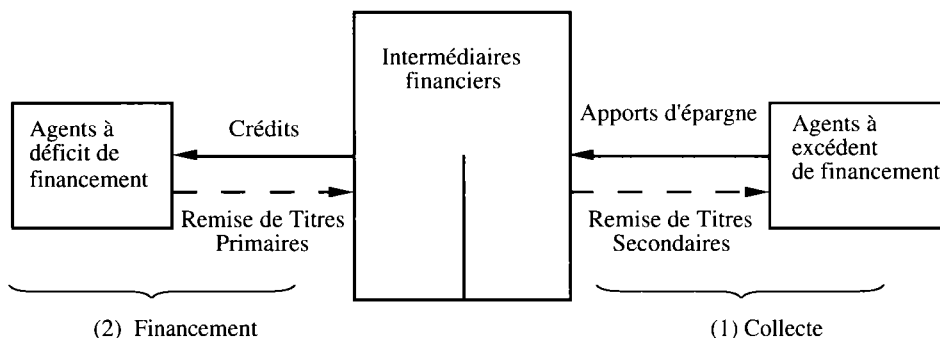


Le **marché financier**, espace sur lequel se déroulent ces opérations de financement à long terme, représente ainsi la principale manifestation concrète du mécanisme de la finance directe. Toutefois ce mécanisme tend également à s'appliquer à des opérations à court terme. C'est le cas notamment lors des émissions de bons qui peuvent être libellés à court terme et, plus largement, pour l'émission, sur les **marchés monétaires**, de titres tels que les billets de trésorerie (*commercial paper*) ou les certificats de dépôt.

Les marchés qui centralisent ces opérations de finance directe peuvent être plus ou moins organisés. Dans certains pays, il atteignent un haut niveau d'institutionnalisation et sont régis par un ensemble complexe de règles juridiques et techniques ; c'est le cas notamment lorsqu'il existe un marché boursier officiel, assez vaste et actif pour constituer la pièce maîtresse du marché financier. Mais, même en l'absence de bourse officielle, comme c'est le cas dans de nombreux pays d'Afrique, des opérations de finance directe à long et moyen terme se concluent chaque fois qu'intervient une émission à l'occasion de « placements privés » ou une cession d'actions, par exemple ; il existe alors un marché financier non institutionnalisé et, éventuellement, d'autres formes vivaces de finance directe.

L'intermédiation financière correspond au second mode fondamental de financement. Elle se traduit par l'apparition d'un intermédiaire entre agents à déficit et agents à capacité de financement. De façon plus précise, l'intermédiaire est un organisme spécialisé dans la **collecte de l'épargne** (principalement auprès de particuliers), et dans le **financement de crédits** (notamment aux entreprises). Le principe de l'intermédiation financière est représenté dans le schéma de la figure 3.

Figure 3 – Le schéma de l'intermédiation financière



L'intermédiation financière conduit ainsi à une relative dissociation de la **collecte d'épargne** et du **financement de crédits**. Pour ce qui concerne la collecte d'épargne, les intermédiaires financiers cherchent à drainer l'épargne des agents à excédent de financement (et notamment des particuliers) en leur proposant des instruments de placement diversifiés et adaptés à leurs préférences. Quoiqu'il donne lieu à des opérations plus concentrées, le financement des crédits tend également à une certaine diversification des techniques, des procédures et des durées.

2 – Développement financier et différenciation des instruments financiers

Le développement financier se manifeste par une **multiplication des instruments financiers** accessibles aux entreprises et autres organisations, mais également aux particuliers. Cette multiplication permet ainsi de proposer aux opérateurs une gamme d'instruments aux caractéristiques de plus en plus diversifiées. C'est ce que l'on peut observer en analysant la gamme des titres sur la base de plusieurs critères de classement.

a) Les critères de classement des instruments financiers

D'après **leur fonction financière**, c'est-à-dire les possibilités d'utilisation qu'ils offrent, on peut identifier quatre types d'instruments financiers.

- **Les instruments de règlement** englobent les formes diverses de monnaie en billets, en comptes bancaires (« monnaie scripturale ») ou en pièces.

- **Les instruments de placement** sont des actifs créés (ou émis) par une entreprise ou un organisme quelconque et proposés à l'épargne publique. Comme tous les actifs financiers, ces instruments sont des documents représentatifs d'un engagement contracté par l'émetteur à l'égard des souscripteurs ; grâce à la détention de ces titres, les souscripteurs peuvent faire valoir les droits au remboursement et à la rémunération qui leur sont reconnus par l'émetteur. Certains de ces instruments se traduisent par une simple inscription sur un compte tenu par un organisme qui a bénéficié d'un apport de fonds ; c'est le cas pour les **dépôts d'épargne** en banque ou en caisse d'épargne. D'autres impliquent la création de **titres négociables** qui permettent une certaine mobilité des placements. Ainsi, l'intérêt de ces titres pour le souscripteur est lié à leur négociabilité, c'est-à-dire à la possibilité de les céder à un tiers, avant leur échéance normale. Cette description s'applique par exemple aux actions, aux obligations, aux bons, aux billets de trésorerie (*commercial paper*).

- **Les instruments de crédit ou de prêt** diffèrent des précédents en ce qu'ils ne sont pas cessibles. Ils traduisent un apport de fonds consenti par une personne (une banque par exemple) à une autre personne (une entreprise par exemple) et présentent donc un caractère « fermé » ou personnalisé.

- **Les instruments de spéculation et de couverture** correspondent enfin à des actifs utilisés soit à des fins spéculatives, soit à des fins de protection contre les risques. Cette catégorie d'actifs a connu un extraordinaire développement grâce aux innovations financières qui ont permis, depuis les années 70, de multiplier les instruments de couverture du risque de change, les contrats financiers à terme (ou « futurs ») et les options.

D'après leur **maturité** ou leur liquidité, on classe les instruments financiers selon leur échéance normale, c'est-à-dire selon la plus ou moins grande proximité de la date à laquelle ils seront remboursés. Sous l'angle de la **durée**, ces instruments peuvent correspondre à des opérations **à vue** ou **à terme**. Dans le cas d'un placement à vue, les épargnants peuvent récupérer leurs fonds à tout moment, sans délai ni préavis ; c'est par exemple le cas pour les livrets d'épargne. En revanche, sur une opération à terme, une échéance fixe est prévue, ce qui conduit à une relative immobilisation des fonds, à court, moyen ou long terme.

Quant à la **rémunération**, elle peut être fixe ou variable. Dans ce dernier cas, elle est calculée sur la base d'indicateurs prévus à l'avance : la variation des résultats de l'entreprise, la hausse des prix, la variation des taux d'intérêt sur les marchés de l'argent...

La gamme des actifs financiers, différenciés sur la base de leur fonctions, de leur durée et de leur mode de rémunération, peut être plus ou moins large et profonde selon le stade de développement financier atteint par l'économie nationale. Cette gamme est étroite et largement dominée par les différentes formes de monnaie dans les pays à système financier peu développé. Elle peut en revanche comporter des centaines d'instruments dans les pays à système financier développé.

b) Développement financier et innovation financière

Le développement financier est caractérisé par un processus actif d'innovation financière qui élargit la gamme d'instruments financiers mais qui affecte cependant les différents pays avec une ampleur inégale.

Dans les pays à système financier développé, la gamme des moyens de financement est soumise à un incessant mouvement de renouvellement qui fait apparaître de nouveaux instruments ou qui transforme les instruments existants. Sans viser à l'exhaustivité, on mentionnera ici les principales innovations financières ou les aménagements apportés aux différentes catégories de concours au cours des trente dernières années.

Pour les **instruments à moyen et long terme**, on relève notamment le développement du **crédit-bail** mobilier ou immobilier et l'apparition de nouvelles formes d'obligations. Si les **obligations convertibles** en actions ont été diffusées depuis plusieurs dizaines d'années, on assiste au cours des années 70 et 80 à l'introduction d'innovations marquantes. Ont été par exemple introduites les obligations à coupon zéro, les obligations à taux variable et les obligations assorties de *warrants*. A ces dernières sont attachés des bons de souscription sur des émissions futures d'actions (OBSA) ou d'obligations (OBOS) prévues par l'émetteur. Par ailleurs, de nouveaux titres représentant des « **quasi-fonds propres** » permettent à certaines entreprises d'accéder à des formes de financement intermédiaires entre les emprunts classiques et les émissions d'actions (titres participatifs, certificats d'investissement, titres subordonnés à durée indéterminée).

Pour les **concours à court terme**, on relève l'apparition de nouvelles techniques de crédit de mobilisation des créances telles que l'**affacturage** (ou *factoring*). Pour de nombreuses opérations spécialisées, on assiste en outre à l'aménagement ou l'adaptation de procédures adaptées aux besoins des entreprises. C'est le cas par exemple pour le financement de l'exportation, de l'innovation, de la création d'entreprise.

En fin de compte, la multiplication des innovations financières traduit l'aptitude des systèmes financiers développés à se transformer pour accompagner les efforts d'investissement et de gestion des entreprises. En outre, les techniques nouvellement mises au

point témoignent du souci d'accroître **la flexibilité des pratiques financières** en adaptant ces dernières à l'instabilité de la conjoncture. Un grand nombre d'innovations mises en œuvre visent en effet à permettre aux épargnants et aux entreprises de mieux gérer l'incertitude concernant l'inflation, les taux d'intérêt, l'incidence de la conjoncture économique sur les résultats des entreprises, l'influence des variables économiques internationales et notamment des évolutions des taux de change.

Enfin ces innovations vont dans le sens d'un **décloisonnement** entre les champs d'intervention des différents types d'institutions et entre les différents types de financement. Mais, en fin de compte, cette évolution affecte les différents pays de façon particulièrement contrastée. Elle est manifeste en Amérique du Nord, en Europe occidentale, dans certains pays du Proche-Orient et sur la ceinture du Pacifique. En revanche, la plupart des pays d'Amérique latine, d'Afrique et d'Europe orientale n'ont été affectés par cette vague d'innovations que de façon restreinte. En outre, même dans les pays qui ont participé activement à ce mouvement d'innovation financière, ses effets ont surtout concerné les grandes organisations et les institutions financières ; leur impact sur la gestion des petites et moyennes entreprises reste limité et parfois indirect.

3 – Développement financier et différenciation des institutions et des marchés financiers

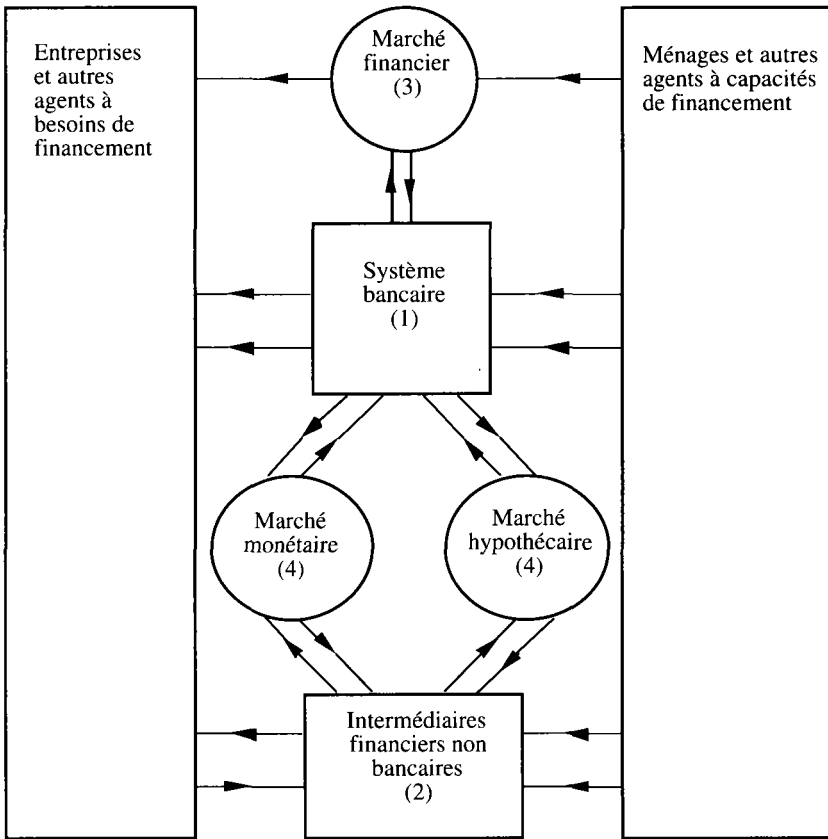
Le développement du système financier se traduit par une diversification des instruments ou actifs financiers. Or, cette diversification n'est possible que grâce à l'intervention d'opérateurs spécialisés, qui assurent la création, le stockage, la mise en circulation de ces actifs et qui, le plus souvent, jouent un rôle essentiel pour l'encadrement et l'exécution des opérations financières, c'est-à-dire les transactions auxquelles ces instruments donnent lieu. Les opérateurs concernés interviennent dans le cadre d'**institutions et de marchés financiers** dont la différenciation et la multiplication constituent une seconde manifestation marquante du développement financier.

Le **système financier** comporte un ensemble hiérarchisé d'institutions, de circuits et de marchés qui permettent aux entreprises et autres organisations exprimant des besoins de financement de se procurer les ressources nécessaires au maintien ou au développement de leurs activités. Le schéma 5 fournit une représentation du système financier dans ses principales composantes. Il met en évidence l'intervention d'un ensemble d'institutions, les « **intermédiaires financiers** » (1) et (2), et d'un ensemble de **marchés** [(3), (4), (5)] qui assument cette mission générale d'organisation du financement.

Figure 4 – Le classement des actifs financiers

Classement selon la nature des créances servant de support au financement	Classement selon le rattachement aux modes de financement fondamentaux	Classement selon le terme	Classement selon l'origine des ressources (du point de vue de l'entreprise)	Classement selon l'affectation prévisible des fonds
– Monnaie	Collecte d'épargne par les intermédiaires financiers	Court terme		
– Dépôts non monétaires		Moyen terme Court terme		
– Bons négociables – Billets de trésorerie – Certificats de dépôt – Obligations	Finance directe	Court terme Moyen terme	Emprunts	Trésorerie ?
– Actions		Moyen ou long terme	Emprunts	Divers
– Crédits à court terme		Long terme	Augmentation du capital	Divers
– Crédits à moyen et Long terme	Intermédiation financière	Court terme	Crédits inter-entreprises Emprunts	Trésorerie Exploitation
		Moyen ou long terme	Emprunts	Equipement et divers

Figure 5 – Les composantes du système financier



a) Les intermédiaires financiers

Les **intermédiaires financiers** sont des organismes spécialisés dans la conduite d'opérations financières [(1) et (2)], sans en avoir toutefois le monopole. En effet, l'ensemble des entreprises industrielles, commerciales ou tertiaires exécutent également des opérations financières – ainsi d'ailleurs que les particuliers, les associations et les organisations en général. Mais pour tous ces agents, les opérations financières ont un caractère soit occasionnel, soit subordonné à des considérations extra-financières : elles sont le plus souvent **induites** par des opérations d'approvisionnement, de consommation, d'investissement, de production, de vente liées à l'objet économique fondamental de ces unités.

Les institutions appartenant au système financier ont, au contraire, pour vocation propre de conduire des **opérations financières**, à titre principal sinon exclusif. Parmi les institutions jouant un rôle effectif en matière de financement, une distinction traditionnelle s'impose cependant entre celles qui se bornent à assurer une fonction d'intermédiation et celles qui exercent conjointement une fonction d'intermédiation et une fonction de création monétaire.

Les **institutions de crédit non monétaires** n'ont en effet qu'un rôle d'intermédiation. Elles se bornent donc à collecter, à transformer des ressources d'épargne, pour distribuer et pour financer des crédits. Pour ces organismes, c'est la collecte d'épargne et elle seule qui permet ainsi d'assurer le financement des crédits.

Quant aux **institutions de crédit monétaires** qui, au sens large, correspondent au système bancaire, elles se caractérisent par le fait qu'elles assurent à la fois une fonction d'intermédiation et une fonction de création monétaire. Ces institutions jouent certes un **rôle d'intermédiation** puisqu'elles cherchent à drainer des ressources pour distribuer et pour financer des crédits. Mais elles ont, en outre, un **pouvoir spécifique de création monétaire**. À l'occasion d'un crédit à l'économie, elles peuvent par exemple créer du pouvoir d'achat monétaire à la disposition d'un emprunteur un dépôt à vue. Dans ce cas, ce sont alors « les crédits qui font les dépôts » : c'est parce qu'elles créent de la monnaie pour consentir un crédit que les banques constatent un accroissement de leurs dépôts. Bien sûr, la monnaie créée à l'occasion de l'octroi d'un crédit sera ultérieurement détruite lorsque l'emprunteur le remboursera et on observe ainsi un flux et un reflux de la masse monétaire correspondant aux phases alternées de création et de destruction. Mais le renouvellement des opérations bancaires assure une certaine stabilité au stock d'avoirs monétaires et, généralement, sa croissance.

Ainsi, la base fonctionnelle, qui justifie la distinction entre institutions de crédit monétaires et institutions de crédit non monétaires apparaît fondamentale. Toutefois, l'évolution récente tend à atténuer le caractère tranché de cette distinction au moins dans le cas des pays à système financier développé.

b) Le rôle des différents marchés de capitaux

En outre, les systèmes financiers développés comportent un ensemble de marchés. Ces derniers représentent des « espaces » sur lesquels des titres s'échangent contre d'autres titres ou contre de la monnaie. Les titres circulant sur ces marchés représentent des droits de propriété (actions) ou de créance (obligations, bons, effets, billets de trésorerie, certificats de dépôts ...)

Les transactions dont ils font l'objet peuvent être centralisés dans des lieux déterminés. C'est le cas par exemple pour les « bourses de valeurs », principale composante du marché financier, qui bénéficient d'une localisation précise. Certains autres marchés ne correspondent au contraire qu'à un ensemble d'opérations effectuées par des opérateurs dispersés dans l'espace, sans que l'offre et la demande soient centralisées en un lieu donné : c'est notamment le cas pour le marché monétaire.

La notion de marché ne correspond donc pas à une indication matérielle puisque le marché peut être totalement « délocalisé ». Cette notion s'impose essentiellement pour des raisons qui tiennent à la nature des transactions, à leur fréquence, à leur régularité, à l'homogénéité des titres échangés et à l'uniformisation relative des conditions dans lesquelles s'établissent les transactions portant sur ces titres.

Enfin, les intervenants sur ces marchés peuvent être exclusivement des intermédiaires financiers spécialisés (le marché monétaire fournit l'exemple d'un tel marché ainsi fermé), ou à la fois des intermédiaires financiers, des entreprises et autres organisations non financières, voire de simples particuliers (c'est ce que l'on observe sur le marché financier).

Les trois marchés représentés dans la figure 5 interviennent, soit de façon directe, soit de façon indirecte, pour le financement des entreprises et de l'économie en général.

c) Le marché financier

En ce qui concerne le **marché financier**, il intervient directement dans le financement. En effet, le marché financier remplit deux fonctions essentielles. D'une part, il permet à

des entreprises ou à d'autres institutions ayant des besoins de fonds de se financer en cédant à des apporteurs de capitaux des titres qui représentent soit des droits de propriété (par exemple des actions), soit des droits de créance (par exemple des obligations). Ces opérations s'effectuent sur un **marché primaire** qui regroupe les nouvelles émissions, c'est-à-dire celles qui mettent effectivement en relation des agents à besoins de financement et des agents à capacité de financement.

Mais d'autre part, le marché financier comporte également un **marché secondaire** sur lesquels s'échangent en quelque sorte des titres « d'occasion ». De façon plus précise, les transactions concernées permettent à un porteur de titres (par exemple un détenteur d'actions émises lors d'une augmentation de capital) de les céder à un tiers. Dans ce cas, l'opération se traduit par une cession de titres contre de la monnaie entre le vendeur et l'acquéreur, sans que l'entreprise qui a créé les titres soit directement mise en cause. Elle subit un changement d'actionnaires ou un changement de créanciers mais ne supporte pas d'engagement nouveaux : le cédant des titres se contente de transférer les droits qu'il détenait sur l'entreprise à l'acquéreur. Inversement, l'entreprise émettrice des titres ne reçoit pas non plus d'apports nouveaux de fonds. Le marché secondaire ne joue donc pas un rôle direct de financement mais se borne à **accroître la mobilité des placements financiers**.

L'existence d'un marché secondaire actif assure aux investisseurs sur le marché financier qu'ils pourront se dégager commodément et rapidement en cas de besoin, en cédant les titres qu'ils ont acquis à un tiers. Cette possibilité de cession est fondamentale car elle permet aux investisseurs de surmonter leurs réticences pour l'acquisition des titres à long et parfois à très long terme. A cet égard, le marché secondaire exerce donc une influence indirecte (mais qui peut être déterminante) sur la capacité de financement du marché financier dans son ensemble.

d) Le marché hypothécaire et le marché monétaire

Quant au **marché hypothécaire** et au **marché monétaire**, ils fournissent traditionnellement des sources de **refinancement** pour les intermédiaires, financiers. C'est sur ces marchés que ces derniers peuvent, en effet, se procurer de l'argent frais pour poursuivre leur activité de financement.

L'importance des mécanismes de refinancement est clairement illustrée par le fonctionnement du **marché hypothécaire** qui permet la « mobilisation » de créances à échéance généralement éloignée. En effet, des intermédiaires ayant financé des opérations immobilières se trouvent détenir des créances sur les entreprises, institutions ou particuliers qui ont bénéficié de leurs concours. Ces créances à moyen ou long terme sont fréquemment assorties d'hypothèques, c'est-à-dire de gages qui en garantissent le recouvrement. En cas de défaillance du débiteur lors d'une échéance d'intérêts ou de remboursement, le créancier bénéficiant de l'hypothèque pourra exiger la vente du bien hypothéqué pour rentrer dans ses fonds. Compte tenu de la durée des crédits concernés, les intermédiaires qui financent des opérations immobilières engagent en principe leurs fonds à moyen ou long terme, même si le mécanisme hypothécaire leur donne des garanties quant à la bonne fin de l'opération. Or, la longueur de ces opérations pourrait décourager les initiatives des intermédiaires concernés, s'il n'existait pas de mécanisme leur permettant de se dégager avant terme, c'est-à-dire de rentrer dans leurs fonds avant l'échéance normale du prêt immobilier qu'ils ont consenti. Le marché hypothécaire assure précisément la mise en œuvre d'un tel mécanisme ; il permet aux intermédiaires, sous

certaines conditions, de mobiliser leur créance, c'est-à-dire de la recouvrer avant son échéance normale. On dira que le marché hypothécaire permet aux intermédiaires concernés de se refinancer grâce à la cession de créances hypothécaires.

Le **marché monétaire** joue également un rôle de refinancement, mais utilise pour support de ses transactions du papier généralement à court terme. Sur ce marché se rencontrent d'abord des intermédiaires financiers. Mais, dans la plupart des pays à système financier développé, le marché monétaire n'est plus strictement un « **marché inter-bancaire** ». Il constitue aussi une instance de financement qui s'ouvre aux organismes financiers spécialisés, aux établissements financiers et même à des entités non financières. Certains de ces intervenants présentent une situation d'**excédent de trésorerie** immédiate ou à telle ou telle échéance. D'autres intervenants présentent au contraire des **besoins de trésorerie** immédiats ou à terme. Le marché monétaire permet précisément d'orienter les excédents des uns vers les intervenants en déficit, permettant ainsi des ajustements de trésorerie.

En fin de compte, les marchés monétaire et hypothécaire apparaissent traditionnellement comme des **marchés internes au système financier**, comme des circuits financiers « **au second degré** ». Contrairement au marché financier, leur rôle traditionnel ne consistait pas à nouer des relations de financement, mais visait à permettre aux institutions financières de s'engager dans des opérations de financement à terme, avec l'assurance qu'elles pourraient se « refinancer » en cas de besoin. Les tendances majeures de développement financier ont cependant conduit à l'ouverture de ces marchés à des opérateurs autres que des intermédiaires financiers et élargi notablement les fonctions qu'ils assument. Ainsi, le marché monétaire joue, par exemple, un rôle nouveau dans la gestion de la trésorerie des grandes entreprises en leur permettant de placer leurs excédents éventuels. De même, il leur permet, à l'occasion de l'émission de billets de trésorerie (*commercial paper*) d'emprunter des ressources à court terme, en se plaçant directement en concurrence avec les établissements de crédit.

SECTION 2 – LES TENDANCES DU DÉVELOPPEMENT FINANCIER

Ainsi qu'on l'a déjà souligné, **trois modes de financement** fondamentaux coexistent dans les économies contemporaines. D'une part, **l'autofinancement** ou le financement « interne », permet à chaque entreprise ou unité économique de dégager, sur sa propre activité, les ressources nécessaires à son financement, en évitant ou en limitant ainsi l'appel aux ressources du système financier. D'autre part, le financement « externe » apporte à l'autofinancement un complément, parfois décisif et parfois marginal, sous les deux formes de la **finance directe** et de **l'intermédiation financière**. Historiquement, ces trois modes sont apparus de façon progressive et dans un ordre chronologique qui a permis l'émergence successive d'un régime d'autofinancement, puis de la finance directe et enfin de l'intermédiation financière. Aujourd'hui, chaque système financier national combine ces trois composantes avec une pondération et une articulation spécifiques qui permettent à la fois de situer son stade de développement et ses caractères originaux.

A – LES MODES DE FINANCEMENT FONDAMENTAUX ET LEUR ARTICULATION

1 – L'autofinancement, sa portée, ses limites

L'**autofinancement** constitue le mode de financement originel et fondamental.

Il constitue la **forme originelle** du financement dans la mesure où il correspond aux premières formes historiques d'avance en capital. Il constitue, par ailleurs, la **forme fondamentale** du financement dans la mesure où les autres modes de financement externe (finance directe ou intermédiation) fonctionnent normalement comme de simples avances sur un autofinancement à venir. En d'autres termes, une entreprise ne peut accéder au financement externe que si elle présente des chances sérieuses de parvenir à un autofinancement futur qui lui permettra de reconstituer les avances consenties par des tiers. Ainsi, une entreprise recevant un crédit bancaire devra le rembourser sur ses résultats financiers futurs, c'est-à-dire sur son autofinancement. Ce dernier constitue donc, en dernière analyse, le pivot fondamental qui supporte le financement de l'entreprise.

Un régime d'**autofinancement** pur comporte néanmoins des limitations qui expliquent la nécessité d'un recours au financement externe. Dans une telle situation, chaque entreprise finance sur ses résultats propres l'intégralité de ses opérations. Elle s'assure donc une totale autonomie financière. Du point de vue de l'économie nationale, un tel régime circonscrit clairement les responsabilités et les risques liés au financement puisqu'il impose alors à chaque entreprise de dégager l'autofinancement nécessaire à sa survie et à sa croissance. En cas d'échec, seuls ses propriétaires seront directement concernés par les difficultés financières rencontrées et les risques financiers se trouvent alors rigoureusement délimités.

Le recours exclusif à l'autofinancement comporte cependant des **limites** qui affectent à la fois chaque entreprise considérée isolément, et l'économie nationale dans son ensemble. Dans une telle situation, chaque unité se voit contrainte à l'usage exclusif de sa propre capacité d'accumulation. Or, le rapport entre les besoins et les capacités de financement est inégalement réparti selon les entreprises. Certaines ont des besoins de financement qui dépassent largement leurs capacités immédiates ; c'est le cas pour les unités situées dans des domaines d'activité qui requièrent un important effort d'investissement parce que leur technologie évolue, parce que des besoins non encore satisfaits permettent d'absorber une production accrue, ou parce que la durée sur laquelle les capitaux doivent être engagés se trouve particulièrement longue. Si ces unités s'en tenaient à l'autofinancement pur, elles devraient renoncer à des occasions d'investissement et se condamner à la stagnation technologique et à la limitation de leur développement. D'autres unités se trouvent, au contraire, dotées de ressources présentes qui excèdent leurs besoins de financement immédiats. C'est le cas pour des unités situées sur des domaines d'activités dans lesquels la technologie est stabilisée ou les possibilités d'accroissement de la production limitées. Dans un régime de pur autofinancement, ces unités se trouveraient détenir des excédents de capitaux inutilisables.

Un tel régime se traduirait donc à la fois par un rationnement financier brutal pour des unités ayant des perspectives de développement potentiel et par la stérilisation des excédents détenus par d'autres unités aux besoins de développement limités. Il correspondrait à un gâchis de ressources, à une limitation injustifiable des possibilités de développement des entreprises et de l'économie nationale. Ainsi, une telle situation illustre bien la

nécessité d'une **circulation financière** permettant de déplacer les surplus de certaines unités vers celles qui ont les besoins de financement les plus criants, c'est-à-dire la nécessité d'un financement externe.

2 – Le nécessaire développement du financement externe

Comme cela a déjà été observé, le financement externe peut s'établir soit sur la base d'un **mode de finance directe**, soit sur la base de **l'intermédiation financière**.

La finance directe permet une relation immédiate entre les unités de besoins de financement (entreprises, collectivités publiques, État...) et les unités à excédents de financement. Mais cette relation comporte toutefois des conditions si restrictives qu'elles peuvent limiter ses perspectives de développement. En particulier les exigences des agents à excédents et celles des agents à déficit sont *a priori* divergentes. De ce fait, la finance directe peut rencontrer des difficultés majeures pour les concilier, alors que l'intermédiation financière y parvient efficacement.

En matière de **durée** tout d'abord, les préférences des agents à excédents et celles des agents à déficit apparaissent à première vue incompatibles. Les détenteurs d'épargne souhaitent placer leurs excédents dans des opérations à court terme ou à vue alors que les besoins de financement portent principalement sur des ressources à long et moyen terme (notamment pour le financement de l'investissement des entreprises). Dans la relation de finance directe, cette distorsion entre la structure à terme de l'offre et celle de la demande de financement serait irrémédiable et ne permettrait ni la mobilisation de la plus grande partie de l'épargne, ni la réalisation de la plupart des investissements. Dans le cas de l'intermédiation, au contraire, l'intermédiaire financier peut réaliser l'ajustement, s'il accepte d'assumer un risque de **transformation**. L'intermédiaire collecte en effet des ressources qui lui sont confiées principalement à court terme, compte tenu des préférences des épargnants. Cependant, ces ressources sont fournies par un très grand nombre de déposants. Aussi peut-il espérer qu'en vertu de la loi des grands nombres, une compensation s'établira entre les retraits de certains épargnants et les nouveaux dépôts des autres. Cette compensation permettra d'accroître - ou à tout le moins de stabiliser - le montant global des ressources collectées. En l'absence de crise de confiance majeure (par un afflux de demandes de retrait), l'enveloppe des ressources à vue ou court terme des institutions financières se renouvelle et fonctionne ainsi comme un ensemble de ressources stables qui peuvent être prêtées à moyen ou long terme par les organismes qui les ont collectées.

La seconde justification fonctionnelle du rôle des intermédiaires renvoie à leur rôle de **centralisation financière**. Les excédents d'épargne sont en effet constitués d'avoirs dispersés entre des millions de détenteurs dont les disponibilités individuelles atteignent en moyenne un montant limité. Les besoins de financement sont, pour leur part, beaucoup moins fractionnés et sont en outre largement concentrés sur un petit nombre de grandes entreprises qui envisagent de vastes projets d'investissements. À cet égard, les intermédiaires jouent un rôle de « groupage » et canalisent une multitude de petits flux d'épargne vers les grands courants d'investissement.

Une troisième justification concerne les **conditions d'allocation de l'épargne** entre ses emplois possibles. En effet, l'affectation pertinente des capacités de financement requiert une certaine sélection entre les demandes qui émanent des agents en déficit. Cette sélection exige en particulier une appréciation des risques, des résultats potentiels associés aux différents projets envisageables, l'élimination de toutes les demandes qui apparaîtraient

trop aventureuses et de celles dont l'efficacité économique et sociale serait insuffisante ou problématique. Or, la plupart des épargnants individuels n'ont pas la possibilité ni la capacité d'apprécier la pertinence des opérations ou des entreprises à financer, pour des raisons qui tiennent à la fois à la technicité des méthodes d'évaluation financière et aux difficultés de compréhension des sources d'information à traiter. Les intermédiaires ont au contraire des moyens de stocker et de traiter des informations abondantes concernant la situation des entreprises candidates au financement. Ils ont la possibilité de constituer en leur sein des équipes d'experts compétents en matière d'étude des dossiers de crédit. Leur intervention devrait donc permettre une sélection plus efficace des projets et une orientation des capacités de financement vers les emplois les plus sûrs et les plus avantageux.

En quatrième lieu, les intermédiaires parviennent à mobiliser une épargne qui n'aurait pas été attirée dans un système de finance directe, car ils substituent leur notoriété et leur crédit à ceux des entreprises industrielles et commerciales qui, pour la plupart, jouissent d'une moindre confiance de la part des épargnants. En effet, dans une relation de finance directe, les agents à capacité de financement (les prêteurs ultimes ou encore « prêteurs primaires ») apportent directement leurs fonds aux agents en déficit (« emprunteurs primaires »). En contrepartie, ils en reçoivent des titres attestant leur apport et garantissant une rémunération future et/ou un remboursement. Il s'agit de « titres primaires » (actions, obligations, bons) dont la valeur future dépendra de la confiance dont bénéficiera l'émetteur. Mais seules des entreprises ou des institutions jouissant d'une très grande notoriété peuvent atteindre un vaste public et « placer » leurs titres assez largement pour drainer des montants d'épargne importants. La plupart des entreprises, petites, moyennes et même grandes ne peuvent espérer accéder à de telles sources de financement et sont tributaires du recours à l'intermédiation. Dans ce cas, les intermédiaires collectent l'épargne des agents en excédent et leur remettent des titres qui, sous des formes diverses, correspondent à de simples reconnaissances de dette. Pour des raisons de sécurité, de commodité et de souplesse, ces titres émis par les intermédiaires (« titres secondaires ») sont largement acceptés par le public qui manifeste davantage de confiance à l'égard d'institutions spécialisées, présentant souvent une surface financière qui assure une garantie à leur placement. Les ressources collectées peuvent ensuite être prêtées aux entreprises et aux agents à besoins de financement : ceux-ci remettent alors aux intermédiaires des reconnaissances de dette (« titres primaires ») puisqu'ils traduisent les engagements pris par les emprunteurs « primaires » à l'égard des institutions qui leur apportent des fonds.

Au total, les trois modes de financement fondamentaux correspondent à trois phases d'un **processus historique** d'extension du champ du financement qui assure le passage d'un régime d'autofinancement pur à un système comportant de la finance directe puis de l'intermédiation financière. Ce processus permet d'élargir le cercle de ceux qui concourent au financement de l'économie et d'augmenter le montant des fonds mobilisés. Ainsi, la différenciation entre les trois modes de financement fondamentaux constitue un des enjeux majeurs du développement financier.

B – LES CARACTÉRISTIQUES ET LES ÉTAPES DU DÉVELOPPEMENT FINANCIER

L'analyse des processus de développement financier exige à la fois une approche historique et une approche comparative.

Dans une **perspective historique**, on cherche à mettre en évidence les transformations effectives qui ont pu affecter le système financier de chaque pays ; le rapprochement des évolutions observables permet par la suite de s'interroger sur l'existence de tendances générales concernant l'ensemble des systèmes financiers nationaux.

Dans une **perspective comparative**, on s'intéresse à l'état actuel des systèmes financiers pour chercher à mettre en lumière leurs caractères communs et leurs spécificités irréductibles.

L'étude positive du développement financier dans cette double perspective doit beaucoup à l'apport fondamental de R.W. Goldsmith dont les travaux, malheureusement trop peu connus aujourd'hui, mériteraient d'être prolongés et actualisés. Les analyses qui suivent font principalement référence au grand ouvrage de cet auteur, *Financial Structure and Development* (Yale University Press, Yale, 1969).

1 – Le processus historique de développement financier

Les études de R.W. Goldsmith font remonter au XIX^e siècle le début d'un processus effectif de développement financier. Jusqu'alors, on assiste certes à l'apparition de formes diverses de monnaies, d'actifs financiers et d'institutions financières. Mais ces manifestations ne traduisent encore que des **formes primitives de structure financière**, dans la mesure où elles ne reposent pas sur une séparation suffisamment nette et stable entre l'épargne et l'investissement, au sein des économies nationales. C'est donc l'accentuation et la formalisation de la séparation entre agents à capacités de financement (« épargne ») et agents à besoin de financement (« investissement ») qui permettent seules de fonder l'existence et les transformations d'une structure financière développée. Or ces conditions n'auraient été pleinement réunies qu'à partir de 1820, dans les pays alors les plus développés, c'est-à-dire essentiellement le Royaume-Uni et la France.

Depuis le déclenchement de ce processus de développement financier, **cinq tendances majeures** semblent caractériser son déroulement observé sur deux siècles, dans la plupart des économies nationales.

En premier lieu, le développement de la « superstructure financière » est **plus rapide** que celui de « l'infrastructure réelle » de l'économie. Ainsi, lorsqu'on compare les **stocks** d'actifs financiers aux stocks de richesse réelle, on observe une croissance progressive de la part des actifs financiers dans les patrimoines. De même, la comparaison entre les **flux** d'actifs financiers et les flux additionnels de richesse réelle conduit à constater que les **émissions financières amplifient la croissance de l'activité réelle**.

En deuxième lieu, on assiste à un **mouvement d'institutionnalisation** qui se traduit par la multiplication et la différenciation déjà relevées des intermédiaires financiers spécialisés. Mais, dans ce mouvement, le rôle des institutions non bancaires se renforce progressivement, alors que les banques bénéficient d'une quasi-exclusivité dans les premiers stades de développement financier.

En troisième lieu, la **multiplication quantitative et qualitative** des actifs financiers se traduit par une croissance plus rapide pour les titres à long et moyen terme que pour les titres à court terme. De même, le stock de titres représentatifs de droits de créance croît plus rapidement que le stock de titres représentant des droits de propriété.

En quatrième lieu, les relations internationales jouent un rôle important dans le développement financier. Les apports de fonds externes contribuent largement à ce développement, au moins à certains de ses stades, dans la plupart des pays. En outre, les transformations des techniques financières et les innovations connaissent une diffusion internationale beaucoup plus rapide que celle observable sur les plans industriel ou agricole.

Enfin, on observe un net parallélisme entre développement économique et développement financier. Les pays les plus développés disposent généralement d'un système financier plus étoffé en termes qualitatifs et quantitatifs, alors que les pays en développement présentent le plus souvent une structure financière restreinte.

2 – La comparaison entre les grands types de structure financière

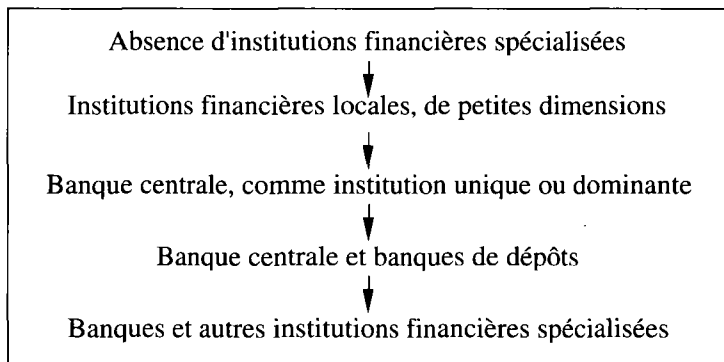
L'analyse comparative des structures financières nationales conduit à mettre en évidence des types d'organisation caractéristiques, respectivement fondés sur un mode spécifique d'articulation entre institutions, marchés et instruments financiers, observables au sein d'une économie nationale. Après un rappel de la typologie en huit classes construites par R.W. Goldsmith, on proposera ici une typologie en trois classes.

a) La classification de R.W. Goldsmith

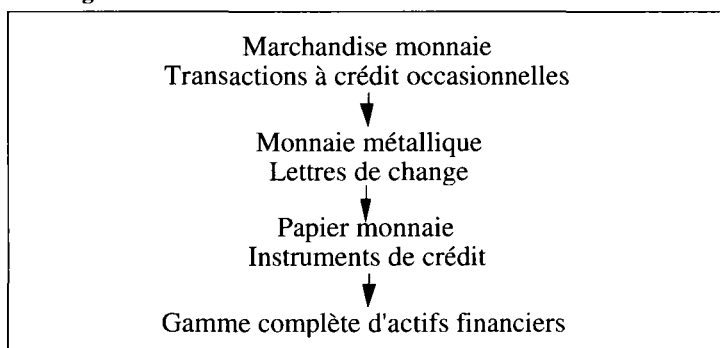
En se situant à la fois dans une perspective historique et dans une perspective comparative, R.W. Goldsmith identifie huit types de structures financières.

Ces types sont caractérisés d'abord par la complexité plus ou moins grande des institutions financières qu'ils englobent. **Cinq niveaux de développement institutionnel** peuvent être ainsi distingués.

Figure 6 – Les phases de développement des institutions financières



Par ailleurs, les types de structures financières sont caractérisés par la **gamme des instruments** qu'ils mettent en jeu.

Figure 7 – La diversification des instruments financiers

Enfin, le rapprochement entre ces deux critères de classement permet à Goldsmith de caractériser huit types de structure financière à propos desquels il avance à la fois des exemples historiques et des exemples contemporains.

Figure 8 – Les différents stades du développement financier

Caractéristiques de la structure financière	Exemples Historiques	Exemples Contemporains
Type 1 – Une seule marchandise-monnaie – Pas d'institutions financières – Des transactions à crédit occasionnelles	• Haute Antiquité	• Communautés tribales isolées
Type 2 – Monnaie métallique – Lettres de change – Institutions financières locales de petites dimensions	• Inde et Chine avant 1850 • Japon avant 1868 • Antiquité classique • Europe médiévale • La plus grande partie de l'Europe au XVIII ^e siècle	
Type 3 – Banque centrale comme institution financière unique ou dominante	• France au XIX ^e siècle • Russie	• URSS et autres pays à planification centrale • Éthiopie jusqu'en 1962
Type 4 – Banques de dépôts – Absence de banque centrale – Absence de papier monnaie	• Cités italiennes du Moyen Age (à partir du XIII ^e siècle)	
Type 5 – Plusieurs banques de dépôts et d'émission – Apparition d'autre institutions financières	• Écosse (1 ^{re} moitié du XIX ^e siècle) • USA jusqu'en 1913	
Type 6 – Banques centrales – Banques de dépôts modernes – Opérateurs financiers locaux de petite dimension		• Afrique tropicale • Moyen-Orient • Asie du sud-est

Type 7 – Banques centrales – Banques de dépôts – Apparition d'autres institutions financières (organismes d'épargne, de crédit hypothécaire, d'assurance, banques de développement...)	<ul style="list-style-type: none">• Europe occidentale de 1850 à 1913	<ul style="list-style-type: none">• Espagne• Amérique latine• Inde• Égypte
Type 8 – Gamme complète d'institutions et d'actifs financiers		<ul style="list-style-type: none">• USA• Anciens dominions britanniques• Europe occidentale• Japon depuis la fin du XIX^e siècle.

Source : R.W. Goldsmith *Financial Structure and Development* (1969).

b) Une classification en trois types des structures financières contemporaines

Afin de prolonger et d'actualiser la classification proposée par R.W. Goldsmith, on suggère ici une typologie en trois classes qui permet de rendre compte de l'état contemporain des structures financières nationales. Cette typologie met également l'accent sur la variété des institutions et des instruments observables dans chaque pays. Mais elle tient également compte de l'ajustement qui s'opère entre institutions et marchés financiers.

Elle conduit en premier lieu à caractériser des **économies nationales à structure financière émergente**. Il s'agit pour l'essentiel de zones dans lesquelles l'activité financière reste encore largement dominée par les opérations monétaires et par les interventions des banques centrales ou commerciales. La plupart des pays d'Afrique subsaharienne et certains pays latino-américains présentent les caractéristiques financières qui permettent de les rattacher à ce type de structure financière.

Les économies à structure financière fondée sur l'intermédiation ou, plus simplement, **les économies d'intermédiation financière**, constituent un second type. Elles se caractérisent par une certaine diversification des actifs financiers. Outre la monnaie, on y observe ainsi l'apparition d'instruments divers d'épargne et de crédit. Mais la création et la gestion de ces instruments sont principalement fondées sur l'intervention d'intermédiaires financiers plus ou moins spécialisés. Ces intermédiaires apparaissent ainsi comme les unités actives qui impriment au développement financier son rythme et ses orientations.

Enfin, **les économies de marché financier** ménagent une large place aux marchés des capitaux. Elles mettent en œuvre une vaste gamme d'actifs financiers relevant non seulement d'une offre institutionnelle émanant des intermédiaires financiers, mais également d'une offre de titres primaires émis par les entreprises et autres entités non financières. Ces traits caractéristiques peuvent être observés en Amérique du Nord, en Europe occidentale, mais également au Japon et dans plusieurs pays de la ceinture du Pacifique.

Le tableau suivant (figure 9) résume les principales caractéristiques de ces trois types de système financier en mettant l'accent sur la **différenciation des actifs** qu'ils proposent.

	Troc (échanges non monétaires)	Monnaie	Instruments d'épargne institutionnelle	TITRES DU MARCHÉ FINANCIER			TITRES DU MARCHÉ MONÉTAIRE		ACTIFS DE COUVERTURE		
				Émetteurs Publics	Émetteurs Privés	Émetteurs étrangers	Émis par des Institutions financières	Émis par des entités non financières	Change à terme	"Futures"	Options
Économie à structure financière émergente	./+	./+	.	-/.	-	-	-	-	-/.	-	-
Économie de marché financier	-	+	+	./+	.	-/.	./+	-	.	-/.	-/.
Économie de marché financier	-	+	-/.	+	+	./+	+	./+	+	+	+

Il demeure cependant nécessaire de détailler l'analyse de ces grands types de structure financière et, surtout, de dégager les implications que les caractères de l'environnement comportent pour la conduite de la gestion financière des entreprises.

Dans une économie de marché financier, la gestion financière s'oriente largement vers la maîtrise des instruments et des contraintes liés aux marchés des capitaux. Même lorsque l'entreprise n'a pas accès direct à ces marchés et reste largement tributaire des services offerts par les banques et autres établissements de crédit, elle se trouve largement influencée par les instruments qui s'y échangent et les variables qui s'y forment (taux d'intérêt, taux de change).

*Enfin, la gestion financière est fortement influencée par le stade de développement atteint par l'entreprise elle-même ; autant que les déterminations externes, **des caractéristiques internes** liées à la nature de l'activité, à la dimension, au déroulement du cycle de vie contribuent à orienter les préoccupations et les attributions des responsables financiers (section 3).*

SECTION 1 – LES INFLUENCES EXERCÉES PAR L'ENVIRONNEMENT FINANCIER SUR LA GESTION FINANCIÈRE

Les influences exercées par l'environnement financier global sur la gestion financière des entreprises sont principalement liées à quatre caractéristiques majeures :

- le développement plus ou moins avancé des échanges monétaires,
- l'extension de la gamme d'instruments financiers mis à la disposition des épargnants et des emprunteurs dans l'économie nationale,
- la puissance et la diversité des établissements de crédit qui assument les fonctions d'intermédiation financière,
- l'existence et l'efficacité de marchés des capitaux.

A – LE DÉVELOPPEMENT DES ÉCHANGES MONÉTAIRES ET SON INFLUENCE

Bien que toutes les économies nationales connaissent une large prédominance des transactions monétaires dans la deuxième moitié du XX^e siècle, la **monétarisation** demeure fort inégale dans l'économie mondiale. Elle apparaît plus limitée dans les pays à système financier émergent et, au contraire, plus extensive dans les pays où prévalent des systèmes d'intermédiation financière ou de marché financier.

Une indication simple mais éclairante est fournie à ce sujet par la comparaison entre la masse monétaire et le produit intérieur brut. Ce dernier mesure le flux de richesse réelle faisant l'objet des transactions. Son rapprochement avec une grandeur qui représente la masse des actifs monétaires en circulation, permet donc d'apprécier le niveau de monétarisation des transactions dans une économie donnée. La mesure du stock de monnaie en circulation se heurte pourtant à des difficultés techniques et analytiques, notamment à cause des possibilités de substitution entre la monnaie *stricto sensu* et certains actifs financiers réputés non monétaires. C'est la raison pour laquelle il est prudent d'apprécier

la monétarisation des échanges en tenant compte à la fois d'une définition étroite de la masse monétaire (ratio R1 dans le tableau 1) et d'une définition extensive incluant la quasi-monnaie (ratios R2 et R3). A vrai dire la prise en compte d'autres formes d'épargne liquide serait également justifiée pour les pays à système financier développé ; mais elle n'a pas été conduite ici puisque les éléments fournis concernent principalement des pays en développement. Le tableau 1, établi à partir de données présentées de façon homogène par le Fonds Monétaire International, permet d'observer une nette différenciation entre les niveaux de monétarisation observables pour quelques pays présentant des situations économiques hétérogènes.

Figure 1 – La monétarisation des économies : une comparaison internationale

PAYS	R_1 <u>Monnaie</u> PIB	R_2 (**) <u>Quasi-monnaie</u> PIB	$R_3 = R_1 + R_2$ <u>Monnaie +</u> <u>Quasi-monnaie</u> PIB	R_4 (**) <u>Quasi-monnaie</u> Monnaie
Afrique Subsaharienne (*)				
• Bénin	0,16	0,06	0,22	0,38
• Burkina Faso	0,17	0,06	0,23	0,34
• Burundi	0,14	0,03	0,17	0,23
• Cameroun	0,11	0,09	0,20	0,86
• Congo	0,15	0,05	0,20	0,34
• Côte d'Ivoire	0,20	0,10	0,30	0,51
• Gabon	0,13	0,10	0,23	0,80
• Madagascar	0,16	0,04	0,20	0,27
• Mali	nd	nd	nd	0,15
• Niger	0,12	0,04	0,16	0,34
• Sénégal	0,17	0,08	0,26	0,47
• Tchad	nd	nd	nd	0,05
• Togo	0,25	0,21	0,46	0,85
• République centrafricaine	0,16	0,02	0,18	0,12
Afrique du Nord (*)				
• Algérie	0,71	0,08	0,79	0,11
• Maroc	0,34	0,12	0,45	0,38
• Tunisie	0,30	0,17	0,47	0,57
Pays Industrialisés				
• États-Unis 1989	0,16	0,44	0,59	2,80
" " 1986	0,18	0,47	0,64	2,63
• Royaume-Uni 1989	0,39	0,56	0,95	1,46
" " 1986	0,18	0,29	0,47	1,57
• Japon 1989	0,31	0,81	1,12	2,66
" 1986	0,30	0,72	1,02	2,41
• France 1989	0,27	0,42	0,69	1,55
" 1986	0,28	0,43	0,71	1,54

* Données relatives à 1986, dernière année qui permet une comparaison générale.

** Le concept de quasi-monnaie qui recouvre les différentes formes d'épargne liquide gérées par les banques n'est plus utilisé par les statistiques monétaires françaises mais reste employé par l'annuaire du FMI.

Source : FMI Statistiques financières internationales. Annuaire 1990. Washington 1990.

Parmi les pays mentionnés dans le tableau 1, le groupe des pays d'Afrique subsaharienne présente en général les taux de monétarisation les plus faibles. Pour ce groupe, le ratio R_1 varie de 11 % (Cameroun), à 20 % (Côte d'Ivoire), alors que le ratio R_2 prend des valeurs situées entre 2 % (République Centrafricaine) et 10 % (Côte d'Ivoire et Gabon). Quant à l'ensemble des avoirs monétaires, et quasi-monétaires, il représente entre 16 % (Niger) et 30 % (Côte d'Ivoire) du PIB (ratio R_3).

Le groupe des pays d'Afrique du Nord présente pour sa part une monétarisation beaucoup plus marquée. Dans le cas de l'Algérie, le ratio R_3 atteint 79 % et le ratio R_1 , 71 %. Les niveaux observés sont beaucoup plus faibles pour le Maroc et la Tunisie mais s'établissent respectivement à 34 % et 30 % pour R_1 et à 45 % et 47 % pour R_3 , c'est-à-dire très au-delà des niveaux observés pour les pays d'Afrique subsaharienne mentionnés.

Le groupe des pays industrialisés mentionnés à titre comparatif présente des valeurs intermédiaires pour le ratio R_1 ; ces valeurs sont plus faibles que pour les pays du Maghreb mentionnés dans le tableau, mais plus élevés que pour les pays de l'Afrique subsaharienne.

En revanche, le ratio R_3 présente des valeurs nettement plus élevées pour ce groupe que pour les deux autres. Ce décalage entre les indications respectivement fournies par les ratios R_1 et R_2 est imputable à la part élevée de la **quasi-monnaie** dans les pays industrialisés.

Ainsi, pour le Japon et les États-unis, ces avoirs constitués de dépôts d'épargne rémunérés, gérés par le système bancaire, représentent environ trois fois le montant des avoirs monétaires (ratio R_4). Dans le cas du Royaume-Uni et de la France, la quasi-monnaie représentait encore 1,5 fois le montant des avoirs monétaires.

Pour le groupe des pays d'Afrique subsaharienne, deux sous-ensembles de pays peuvent être dissociés. Pour le premier, la quasi-monnaie représente une part réduite des avoirs monétaires : le ratio R_4 atteint alors des valeurs faibles (5 % pour le Tchad, 12 % pour la République centrafricaine ou 15 % pour Madagascar). Dans le second sous-ensemble, le poids relatif de la quasi-monnaie par rapport à la monnaie atteint, en revanche, des niveaux nettement plus élevés (47 % pour le Sénégal, mais 80 % pour le Gabon 85 % pour le Togo et 86 % pour le Cameroun).

B – L'EXTENSION DE LA GAMME D'INSTRUMENTS FINANCIERS

L'extension de la gamme d'instruments financiers traités au sein de l'économie globale constitue un second trait déterminant pour la gestion financière des entreprises, dans la mesure où ces instruments constituent à la fois la « matière première » et le support des opérations de règlement, de placement, de financement et de couverture des risques. Or, la gamme disponible est très inégalement étendue et diversifiée selon le stade de développement financier atteint dans les différentes économies nationales.

Les économies à système financier émergent disposent d'une **gamme réduite d'instruments financiers** émis par des entreprises et autres entités résidentes. Cette gamme englobe de façon générale la monnaie et des instruments d'épargne liquide (comptes d'épargne, dépôts à terme). Au-delà, les actifs financiers (actions, obligations, bons et autres titres) sont faiblement diversifiés et, lorsqu'ils existent, ne connaissent qu'une diffusion restreinte. Du reste, le faible niveau des avoirs quasi monétaires

généralement observés pour ces pays montre bien que la détention de monnaie en billets ou en compte courant demeure la forme dominante de stockage des actifs financiers.

Dans les économies d'intermédiation financière, la « gamme » s'enrichit d'un ensemble d'instruments d'épargne et de placement qui permettent aux établissements de crédit de collecter des fonds prêtables auprès des particuliers ou des organismes disposant d'excédents financiers. Cependant, en l'absence de marchés des capitaux actifs, les produits proposés aux épargnants et aux investisseurs ne donnent lieu qu'à un effort limité de diversification et d'adaptation aux attentes des déposants. Ce sont donc les formes « classiques » de collecte qui sont promues par les établissements de crédit : dépôts à terme (« comptes bloqués ») pour les dépôts des entreprises et autres organisations, comptes d'épargne sur livret pour les particuliers. De même, les instruments qui servent de supports aux opérations de crédit connaissent aussi une diversification limitée. Leur gamme reste dominée par des formes traditionnelles de financement à court terme telles que les crédits liés à l'exploitation (escompte d'effets commerciaux, crédits de campagne par exemple). Certains établissements de crédit s'engagent dans le financement de l'investissement. Mais cette orientation ne concerne le plus souvent que des organismes spécialisés en matière de crédit d'équipement et de crédit-bail mobilier ou immobilier. A l'exception des établissements les plus importants qui peuvent adopter une orientation de « banque universelle » incluant à la fois l'octroi de crédits à court terme, de concours à moyen et long terme et d'autres formes d'intervention, la plupart des banques commerciales restent principalement tournées vers le financement de l'exploitation et de la trésorerie des entreprises selon des formules de crédit classiques.

Dans les économies de marché financier, la gamme des instruments connaît une considérable extension. Les demandeurs de capitaux et l'ensemble des opérateurs intervenant sur les marchés se livrent en effet à une vive concurrence pour attirer les épargnants et investisseurs. Ils cherchent à se ménager et à défendre des parts favorables sur des marchés particulièrement disputés. Leurs démarches favorisent donc une multiplication, parfois anarchique et risquée, des instruments qui servent de support aux opérations d'épargne, de placement, de financement et de couverture. Dans un tel contexte, les gestionnaires financiers des entreprises bénéficient de possibilités élargies de choix et d'initiative. Mais ils sont également tenus de mettre à jour une information actuelle et pointue relative à l'ensemble des instruments qui leur sont proposés. Enfin, ils sont tenus d'effectuer une sélection plus complexe entre des produits offrant des caractéristiques plus différenciées en termes de coût ou de rendement, de durée, de risque.

C – LA DIFFÉRENCIATION DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

A mesure que la structure financière nationale se développe, les intermédiaires tendent à se spécialiser, à multiplier leurs produits et à différencier leurs interventions, les services qu'ils offrent, les modalités de leur fonctionnement.

Les établissements de crédit en activité dans les économies à **structure financière émergente** sont peu différenciés. Dans la plupart de ces pays, la Banque centrale et quelques banques commerciales concentrent l'essentiel des opérations financières. Elles coexistent éventuellement avec des institutions plus spécialisées : chèques postaux, caisses d'épargne postale, banques de développement, organismes de crédit mutuel ou coopératif le plus souvent orientés vers un secteur d'activité particulier (l'artisanat ou l'agriculture notamment).

Toutefois, la faiblesse relative des mécanismes institutionnels de collecte de l'épargne et de financement se trouve partiellement compensée par la mise en place de circuits financiers informels qui font preuve d'efficacité et de bonnes qualités d'adaptation à l'environnement socio-économique. Des mécanismes de mutualisation de l'épargne et de crédit rotatif fonctionnent ainsi dans de nombreux pays africains et asiatiques sous des dénominations diverses dont la tontine est aujourd'hui la plus connue¹.

Dans les **économies d'intermédiation financière**, la différenciation des intermédiaires est au contraire beaucoup plus accentuée. En effet, le développement financier est caractérisé, dans la plupart des pays, par une **spécialisation des établissements de crédit** sur une gamme relativement étroite d'opérations et d'instruments. Cette spécialisation est essentiellement liée à un souci de gestion des risques. À la suite de nombreux « krachs » bancaires, les pouvoirs publics et les professionnels ont dû, en effet, s'attacher à la recherche d'une limitation des risques et à l'octroi de garanties solides aux déposants qui confient leur fonds aux établissements de crédit. Les mesures prudentielles inspirées par ce souci ont influencé à la fois la législation et la pratique des professions financières. Or elles tendent à assurer un certain **cloisonnement des risques**, dans la mesure où elles imposent aux établissements une adaptation de la nature et de la durée des ressources qu'ils collectent aux caractéristiques des crédits qu'ils accordent. Ce cloisonnement des risques conduit à une concentration sur un domaine d'activités relativement homogène, donc sur une orientation spécialisée. Lorsque le développement financier favorise une certaine diversification des instruments et des opérations, le système financier tend ainsi à confier les nouveaux métiers qui s'affirment à des établissements nouveaux, fortement spécialisés. C'est ce qui explique le parallélisme entre le mouvement de diversification des actifs financiers et des opérations auxquelles ils donnent lieu d'une part et le mouvement de différenciation des établissements de crédit, d'autre part.

Cette différenciation se trouve évidemment confirmée, voire amplifiée, dans les **économies de marché financier** qui favorisent une multiplication des types d'actifs, d'opérations et de marchés. Le développement des marchés financiers, loin de mettre en cause l'intervention des établissements de crédit, tend au contraire à leur ménager un espace de manœuvre et un champ de développement plus complexes, mais aussi plus vastes.

D – LE RÔLE DES MARCHÉS DES CAPITAUX

Enfin, la gestion financière se trouve largement influencée par le rôle occupé par les marchés des capitaux, compte tenu du stade de développement financier atteint par l'économie nationale.

Les pays à structure financière émergente ne disposent généralement pas de marchés des capitaux organisés. Ainsi, malgré la rareté des bourses de valeurs dans les pays d'Afrique subsaharienne, la réalisation de transactions de gré à gré sur des titres à long terme (notamment des actions) permet d'affirmer l'existence d'un marché financier. Mais ces opérations se déroulent de façon occasionnelle et discontinue. Elles ne permettent pas la confrontation régulière d'une offre et d'une demande de titres. Elles ne conduisent pas à la circulation fluide et large d'informations pertinentes sur le fonctionnement des entreprises concernées, sur les risques qui les menacent, sur leurs perspectives bénéficiaires. Enfin, elles ne débouchent pas sur la formation de prix (donc de cours) significatifs, tra-

1. Voir Michel Lelart, 1990, *La Tontine*, Éditions John Libbey, Diffusion Edicef ou Ellipses.

duisant une évaluation fiable des titres négociés. Ces transactions s'effectuent dans des conditions qui ne permettent pas la constitution d'un réel marché financier continu, actif et liquide. En revanche, il existe dans certains de ces pays un marché monétaire qui permet des mouvements de trésorerie entre banques¹ ; mais ce marché est réservé au refinancement des établissements de crédit et ne constitue donc que le premier élément d'un vaste marché des capitaux qui pourrait être ouvert aux entreprises non financières.

Dans les **économies d'intermédiation financière**, les marchés des capitaux bénéficient d'un certain développement. Mais ce développement connaît une double limitation. D'une part, les apports de fonds drainés par les marchés restent nettement inférieurs à ceux traités par les établissements de crédit ; c'est donc à ces derniers que revient la part la plus large du financement des entreprises. D'autre part, le fonctionnement des marchés des capitaux est principalement conditionné par l'activité et les besoins des établissements de crédit eux-mêmes. Ainsi, les marchés monétaire et hypothécaire fonctionnent surtout comme des lieux de refinancement de ces établissements et non comme des espaces financiers autonomes, ouverts directement sur les besoins des épargnants et des entreprises. De même, le marché financier ménage une large place aux émissions d'emprunts et d'actions effectuées par les établissements de crédit et, notamment, par les entités publiques.

Enfin, dans les **économies de marché financier**, les marchés des capitaux apparaissent au contraire comme les rouages déterminants du système financier. Sans exclure une intense activité déployée par les établissements de crédit, ces marchés jouent alors un rôle décisif sur trois plans. En premier lieu, ils drainent une part importante des fonds prêtables et l'orientent vers la couverture des besoins de financement exprimés par des émetteurs de titres rigoureusement sélectionnés. En deuxième lieu, leur dynamisme exerce une pression sur les établissements de crédit et incite ces derniers à déployer des efforts importants pour répondre aux attentes des emprunteurs, des épargnants et des investisseurs. Enfin, ces marchés permettent la formation de variables de référence (tels que les taux d'intérêt) qui jouent un rôle décisif pour l'orientation et la régulation des opérations financières en particulier et pour l'activité économique en général.

SECTION 2 – LES ORIENTATIONS DE LA GESTION FINANCIÈRE AUX DIFFÉRENTS STADES DU DÉVELOPPEMENT FINANCIER GLOBAL

Aux différents stades du développement financier, le contenu et les orientations de la gestion financière sont conditionnés par les caractéristiques générales de l'environnement dans lequel l'entreprise s'inscrit.

A – LA GESTION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES DANS UN SYSTÈME FINANCIER ÉMERGENT

Les orientations de la gestion financière dans un système financier émergent sont d'abord déterminées par la **faiblesse des possibilités de financement externe**.

1. Par exemple, l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) dispose d'un marché monétaire depuis le 1^{er} juillet 1975. Voir Bulletin de la Banque des États de l'Afrique de l'Ouest. N° 395. Juillet 1990.

Les limites inhérentes aux taux d'épargne intérieure, aux capacités de collecte et de transformation des établissements de crédit, affectent défavorablement l'offre de fonds prêtables. Ces limites se font sentir de façon d'autant plus sévère que les prélèvements opérés par les administrations et entités publiques se traduisent par une éviction partielle des emprunteurs privés. En conséquence, la gestion financière des entreprises est contrainte de veiller à la formation et à l'allocation de ressources d'autofinancement qui constituent la seule source régulière de fonds, accessible à la plupart des unités.

Par ailleurs, l'absence d'une gamme étoffée d'instruments de placements modernes restreint les possibilités de gestion d'un portefeuille d'actifs financiers émis sur le marché intérieur. En conséquence, la gestion des excédents de liquidités, lorsque certaines entreprises parviennent à en dégager, reste enfermée dans des possibilités de choix étroites et ne requiert pas une technicité très élaborée.

Enfin, les difficultés de fonctionnement des systèmes de règlement, les délais d'encaissement de créances et même des chèques mis en recouvrement sont une source de risques et de coûts particulièrement préoccupante pour les entreprises. Les financiers sont donc contraints de consacrer une large part de leurs efforts à la gestion des règlements reçus ou effectués. Dans le contexte des économies à système financier émergent, la gestion financière se trouve ainsi principalement orientée vers la maîtrise des règlements et vers la formation et l'utilisation des ressources d'autofinancement pour la plupart des entreprises. Leur accès au financement externe, assuré par les banques ou autres établissements de crédit, constitue pourtant un enjeu majeur. Cependant, la faiblesse des mécanismes de mobilisation et d'allocation de l'épargne entraîne un double effet de rationnement du crédit. **Du côté de la demande de fonds**, les entreprises sont dissuadées d'exprimer une demande de financement externe et sont incitées à subordonner leur rythme de développement aux possibilités de financement interne. **Du côté de l'offre de fonds**, les épargnants et les établissements de crédits peuvent pour leur part regretter l'absence d'opportunités de placement ou de crédit, orientées vers des projets viables et dignes de confiance.

B – LA GESTION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES DANS UNE ÉCONOMIE D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Dans une économie d'intermédiation financière, la gestion financière des entreprises s'oriente principalement vers **la conduite des relations avec les banques et autres établissements de crédit**.

En premier lieu, il revient aux responsables financiers d'assurer **le suivi et l'ajustement des flux de règlement transitant par les comptes bancaires** de l'entreprise. Dans les économies à système financier émergent, le développement des transactions monétaires se heurtait à des obstacles ou à des difficultés dûs à la faiblesse des supports institutionnels qui lui étaient ménagés ; dans des économies d'intermédiation, le fonctionnement des mécanismes de règlement est au contraire assuré de façon fiable et régulière par les établissements de crédit. Ces derniers centralisent la plus grande part des avoirs monétaires détenus par les entreprises et les particuliers sur des comptes courants bancaires, alors que les avoirs en billets occupent désormais une place réduite. Les établissements de crédit centralisent également l'essentiel des placements en mobilisant les ressources des particuliers sur des comptes d'épargne et autres produits classiques, celles des entreprises sur des dépôts à terme (« comptes bloqués »).

En second lieu, les responsables financiers adressent principalement **leurs demandes de financement aux établissements de crédit**. Ceux-ci constituent désormais la source principale de financement externe et, le plus souvent, sa source exclusive. D'abord orientés vers le financement de concours à court terme, les intermédiaires financiers étendent progressivement leur domaine d'intervention pour y intégrer le crédit à moyen et long terme, notamment orienté vers l'investissement. Cependant, cette extension ne s'opère pas de façon linéaire et fluide. Elle est passée dans la plupart des pays, par des crises de recouvrement dûes à une mauvaise appréciation des risques liés à ces engagements durables : les établissements de crédit ont été ainsi soumis à un **processus d'apprentissage** périlleux et coûteux, jalonné de faillites bancaires et de périodes de repli.

Pour les gestionnaires financiers des entreprises, cette évolution se traduit par une nette modification de leurs solutions de financement. Dans une première étape, ils s'adressent aux banques pour le financement de leurs opérations à court terme mais doivent couvrir leurs besoins d'équipement sur des ressources propres ou sur l'autofinancement ; dans certains cas, l'existence d'intermédiaires financiers spécialisés permet bien d'obtenir des fonds destinés à financer l'investissement, mais cette contribution reste marginale. Dans une seconde étape, la diversification des modes de crédit proposés par les intermédiaires permet aux responsables d'entreprises de négocier auprès d'eux des concours à court, mais aussi à moyen et long terme.

Enfin, dans les économies d'intermédiation financière, les marchés de capitaux continuent de jouer un rôle secondaire dans la mobilisation et l'allocation des fonds prêtables. En conséquence, la plupart des gestionnaires financiers d'entreprise ne peuvent envisager de faire appel à ces marchés pour se procurer des fonds par émission d'actions, d'obligations ou de titres à court terme. Seules les unités les plus importantes peuvent éventuellement recourir à de telles opérations et donc conserver une réelle possibilité d'arbitrage entre financement par le marché et financement par les établissements de crédit.

Au total, les économies d'intermédiation financière mettent à la disposition des responsables d'entreprises des moyens de financement, des instruments de placement et toute une gamme de services qui tendent à répondre, de façon plus diversifiée, à leurs différents besoins. Cependant, ces économies n'offrent pas aux gestionnaires financiers de solutions alternatives par rapport à celles proposées par les établissements de crédit ; elles ne peuvent faire jouer la concurrence entre les solutions de financement et de placement proposées par les marchés des capitaux et celles proposées par les intermédiaires financiers.

C – LA GESTION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES DANS UNE ÉCONOMIE DE MARCHÉ FINANCIER

Pour les responsables des entreprises, les économies de marché financier semblent, à première vue, multiplier leurs possibilités de choix. Elles leur permettraient ainsi de rechercher les solutions de financement, de placement ou de couverture des risques qui leur assurent une réponse ajustée aux besoins de l'entreprise, au meilleur coût (pour les instruments de financement et de couverture) ou au meilleur rendement (pour les instruments de placement).

Cette extension des possibilités de choix est due au développement conjoint de marchés et d'institutions financières plus ou moins spécialisés, mais reliés les uns aux autres pour constituer un vaste marché de l'argent. Cette « banalisation » de l'espace financier favorise la multiplication des instruments financiers répondant à des besoins diversifiés. Elle donne aux particuliers comme aux entreprises la possibilité de mettre en concurrence des produits et des circuits alternatifs pour rechercher la solution qui correspond le mieux à leurs contraintes et à leurs préférences. En outre, la cohérence d'ensemble du système financier reste assurée par des mécanismes de transmission qui mettent en relation les différents marchés (marché financier pour les opérations à long et moyen terme et marché monétaire pour les opérations à court terme), les différents produits, les différents taux d'intérêt.

Cependant, les économies de marché financier exposent les gestionnaires des entreprises à des difficultés nouvelles. D'une part, les marchés financiers subissent des phénomènes **d'instabilité** qui affectent les taux d'intérêt, les taux de change et la valeur des actifs financiers. Or, l'instabilité de ces variables peut entraîner des pertes sévères et des perturbations graves pour la gestion financière des entreprises ; elle constitue donc la cause d'une aggravation des risques financiers. D'autre part, les économies de marché exercent une **contrainte financière plus sévère sur les entreprises**. Si celles-ci ont désormais accès à des possibilités de financement élargies sur les marchés des capitaux, elles sont également soumises à une pression continue des acquéreurs de titres (actions et obligations notamment) qui, ayant apporté des ressources aux entreprises, contrôlent en permanence l'évolution de leurs performances et de leurs risques. En outre, les possibilités de placement offertes sur les marchés des capitaux conduisent à comparer avec plus de rigueur le rendement offert par les produits financiers et celui attendu d'investissements réels, industriels et commerciaux ; de ce fait, la sélection des projets d'investissement productifs devient plus sévère et seuls les plus efficaces d'entre eux peuvent bénéficier d'une confrontation favorable avec des placements financiers alternatifs.

En fin de compte, les économies de marché financier fournissent à la gestion financière des possibilités de choix élargies, mais rendent aussi les décisions plus complexes et plus risquées. Il reste que cet enrichissement des tâches de la gestion financière affecte inégalement les entreprises. Les plus grandes bénéficient pleinement de la possibilité de combiner relations avec les marchés et relations avec les établissements de crédit, au mieux de leurs intérêts. En revanche, les petites et moyennes entreprises paraissent moins bien armées pour accéder aux marchés et peuvent donc redouter de se trouver enfermées dans un rapport obligé avec les établissements de crédit. Cependant, même dans ce cas, l'existence de marchés actifs exerce une pression sur ces établissements et les contraint à tenir davantage compte des besoins de leurs clients qu'ils ne le feraient dans une économie d'intermédiation.

Figure 2 – Le financement externe

	Financement externe									
	Autofinancement	Financement informel	Financement par les marchés capitaux	Par des I.F. bancaires		Instituts de développement	Institut de crédit à l'agriculture à l'artisanat	Par des I.F. non bancaires		
				"Publics"	"Commerciales"			Institutions de financement à l'équipement et crédit-bail	Capital-risque	Financement étranger
Économie à structure financière émergente	+	+	.	./+	./+	./+	./+	—	—	./+
Économie de marché financier	./+	—	./+	+	+	./+	./+	./+	./+	.
Économie de marché financier	./+	—	+	./—	.	./—	./+	./+	./—	.

SECTION 3 – LA GESTION FINANCIÈRE ET LE DÉVELOPPEMENT DE L'ENTREPRISE

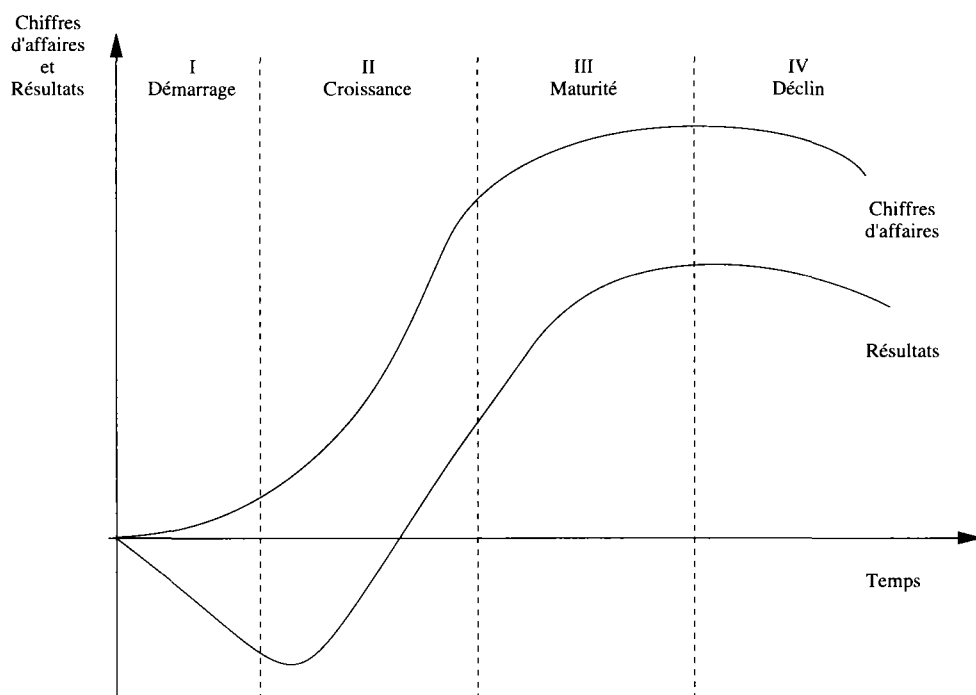
Si le contenu de la gestion financière est lié au développement du système financier global, il est également déterminé par le développement de l'entreprise elle-même. La transformation de la gestion financière aux différents stades du développement de l'entreprise sera d'abord mise en évidence dans le cadre d'une référence au **modèle du cycle de vie de la firme** (§ A). Elle sera ensuite replacée dans le cadre d'une confrontation plus large entre les stades de développement de l'entreprise et les phases de développement de son environnement financier global (§ B).

A – LE CONTENU DE LA GESTION FINANCIÈRE ET LE CYCLE DE VIE DE L'ENTREPRISE

Au différentes étapes de leur cycle de vie, les entreprises sont confrontées à des **besoins de financement** spécifiques ; mais elles dégagent des **sources de fonds** dans des conditions qui se transforment également et qui permettent ainsi de poser les problèmes d'ajustement financier dans des termes propres à chaque stade de leur développement.

La formulation habituelle du « modèle » du cycle de vie met en évidence la succession de quatre étapes, nettement typées sur le plan commercial, stratégique, technique, financier (Figure 3).

Figure 3 – Gestion financière et cycle de vie de l'entreprise



Dans la phase de démarrage, l'entreprise naissante connaît une croissance modérée et encore instable de sa production et de ses ventes. Ses résultats sont le plus souvent négatifs, compte tenu des charges fixes qu'elle supporte et de leur imputation sur un volume de production encore restreint.

En termes financiers, les résultats ne permettent pas de dégager des ressources internes suffisantes ; l'entreprise se trouve par ailleurs contrainte de solliciter des concours externes dans des conditions défavorables du fait de sa faible notoriété, de ses résultats encore médiocres et des incertitudes qui pèsent sur son développement futur. Si l'accès aux ressources apparaît aussi précaire dans cette phase, l'entreprise est par ailleurs confrontée à des besoins de financement élevés, notamment liés aux investissements requis par le démarrage de la production et des ventes. Cette phase apparaît ainsi dominée par l'impératif de recherche de fonds externes : pour la gestion financière, le problème essentiel porte alors sur la recherche de moyens de financement permettant de maintenir la solvabilité et de financer les dépenses courantes ainsi que les investissements incompressibles requis par le démarrage.

Dans la phase de croissance, l'entreprise qui a survécu aux incertitudes du démarrage connaît une augmentation rapide de sa production et de ses ventes. En termes financiers, cette croissance se traduit par une forte progression des besoins de financement liés tant aux investissements requis par l'extension des capacités, qu'aux besoins en fonds de roulement (ou en capital circulant) induits par la nécessaire constitution de stocks et par les crédits à la clientèle. Les ressources d'autofinancement demeurent insuffisantes pour couvrir ces besoins, puisque les résultats sont encore limités par le poids des charges fixes induits par le démarrage et la croissance des activités. En revanche, l'entreprise est désormais mieux placée pour obtenir des financements externes, notamment bancaires. Pour

la gestion financière, la phase de croissance reste donc dominée par les préoccupations d'équilibre financier et, en conséquence, par le souci de maîtriser le gonflement des besoins en capital fixe et en fonds de roulement et d'obtenir une enveloppe suffisante des ressources externes.

Dans la phase de maturité, l'entreprise connaît une croissance ralentie de sa production et de ses ventes. Ses besoins de financement additionnels connaissent donc une forte réduction puisque l'entreprise se trouve tout au plus tenue de maintenir son avance en capital fixe et en capital circulant et n'a plus à entretenir leur croissance. Par ailleurs, le niveau de production déjà atteint permet d'absorber largement les charges fixes et de dégager d'abondantes ressources d'autofinancement. Dans cette phase de maturité, la gestion financière se trouve ainsi confrontée à une contrainte de financement nettement atténuée. Il est même fréquent que les entreprises parvenues à la maturité présentent une situation de surliquidité. Elles doivent alors se poser davantage de problèmes de placement ou d'investissement de leurs excédents que de problèmes de recherche de financements supplémentaires.

Lorsque l'entreprise aborde **la phase de déclin**, la réduction de la production, des ventes et des résultats constituent des manifestations claires du repli qui s'amorce. En termes de gestion financière, le déclin pose d'abord des problèmes de désinvestissement et de déplacement vers des activités nouvelles ; l'abandon d'activités compromises peut encore permettre de dégager des ressources susceptibles d'être investies dans de nouvelles activités offrant des perspectives favorables. Si le problème du dégagement n'est pas traité à temps, l'entreprise s'expose à une érosion accélérée de ses activités et de ses résultats. Elle risque de ne pouvoir en retirer aucune ressource réinvestissable et d'être alors privée de toute possibilité de redéploiement.

Le déroulement du cycle de vie ainsi décrit apparaît à première vue comme un processus inexorable et linéaire. Or l'observation de l'évolution effective des entreprises montre que les cheminements suivis sont en fait beaucoup plus complexes. D'une part, le cycle de vie de la plupart des entreprises est marqué par des phénomènes de discontinuité : l'accélération du vieillissement, le déclin prématuré ou au contraire le prolongement durable de la phase de croissance fournissant de fréquents exemples d'une telle évolution non linéaire. D'autre part, le cycle de vie ne se déroule pas de façon uniforme mais peut comporter des retournements dûs aux initiatives de l'entreprise elle-même : la relance d'une phase de croissance alors que la maturité semble déjà en cours ou la remise en cause d'un processus de déclin constituent deux exemples de réactions volontaristes et combatives susceptibles d'entraver le déroulement inexorable des étapes du cycle de vie.

Le tableau 4 résume les principales implications que le modèle du cycle de vie comporte pour la gestion financière. Quant au tableau 5, il présente une adaptation des indications fournies par le modèle en les appliquant au cas particulier des petites et micro-entreprises dans les pays en développement.

Figure 4 – Les implications du cycle de vie pour les principales variables de gestion financière

Variables	Démarrage	Croissance	Maturité	Déclin
Résultats – Produits	Croissance modérée et instable des ventes	Croissance rapide des ventes	Croissance ralentie des ventes	Diminution des ventes
– Charges	Charges fixes élevées	Charges fixes mieux absorbées	Charges fixes largement absorbées	Charges de fonctionnement élevées
– Résultats	--	- / +	++	•/-
Équilibre financier – Ressources – Autofinancement	--	+	++	•
– Financement externe	-	+	++	•
Emplois – Investissements	++	++	•	-
– Besoins en fonds de roulement	+	++	•	-
Tension sur la trésorerie	Très forte	Forte	Excédent	Modérée
Orientations dominantes de la gestion financière	Recherche de concours de trésorerie pour assurer la survie	Recherche de moyens pour financer la croissance	Allocation des excédents • Placements • Investissements externes	Redéploiement vers de nouvelles activités

Figure 5 – Les implications financières du cycle de vie pour les petites et micro-entreprises : le cas des P.E.D

Variables financières	Démarrage	Croissance	Consolidation
Besoins de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Capital fixe <ul style="list-style-type: none"> – montants faibles en valeur absolue – part principale (environ 2/3) des besoins liés au démarrage • Capital circulant (environ 1/3 des besoins liés au démarrage) 	<ul style="list-style-type: none"> • Capital fixe <ul style="list-style-type: none"> – Besoins réduits en valeur relative • Capital circulant <ul style="list-style-type: none"> – Besoins principaux de la phase de croissance – constitution du stock – allongement de la période de production 	<ul style="list-style-type: none"> • Capital fixe <ul style="list-style-type: none"> – Investissement de modernisation et de capacité après stabilisation de la croissance • Diversification des besoins
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Ressources personnelles ou familiales (plus de 90 % des fonds utilisés au démarrage) 	<ul style="list-style-type: none"> • Autofinancement (plus de 80 % des ressources) • Recours à des modes de financement informels <ul style="list-style-type: none"> – Fournisseurs d'équipements – Avances des clients – Fourniture des matières premières par les donneurs d'ordre en cas de sous-traitance 	<ul style="list-style-type: none"> • Autofinancement • Crédit inter-entreprises • Accès aux sources de financement formel, notamment bancaires

* Les précisions fournies pour ce tableau sont adaptées de l'étude de Carl Liedholm. Voir Liedholm (Carl), 1989.

B – DÉVELOPPEMENT EXTERNE, DÉVELOPPEMENT INTERNE ET GESTION FINANCIÈRE

Le rapprochement entre le développement externe (c'est-à-dire la transformation de l'environnement financier) et le développement interne de l'entreprise permet d'éclairer de façon encore plus synthétique l'ensemble des caractères structurels qui déterminent le contenu et les orientations de la gestion financière.

Les indications fournies par cette confrontation entre développement interne et externe sont résumées dans le tableau suivant.

Figure 6 – Développement externe, développement interne et gestion financière

<div> Développement financier externe Développement financier interne </div>	Économie à système financier émergent <ul style="list-style-type: none"> • Développement inégal des échanges monétaires • Établissements de crédits peu différenciés 	Économie d'intermédiation financière <ul style="list-style-type: none"> • Prédominance des banques et autres établissements de crédit dans la collecte et l'allocation des fonds prêtables 	Économie de marché financier <ul style="list-style-type: none"> • Diversification des actifs et des institutions financiers • Rôle actif des marchés de capitaux
Micro-entreprises du secteur informel (pays en développement ou « économie souterraine » des pays développés)	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie (recettes, dépenses) • Recherche de moyens de financement informels 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie (recettes, dépenses) • Recherche de moyens de financement informels 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie (recettes, dépenses) • Recherche de moyens de financement informels
Petites et moyennes entreprises « régulières »	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Recherche des crédits bancaires à court terme, d'exploitation ou de trésorerie 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Recherche des crédits bancaires à court terme, d'exploitation ou de trésorerie • Crédits d'équipement • Placements de trésorerie en banque (comptes bloqués...) 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Recherche des crédits bancaires à court terme, d'exploitation ou de trésorerie • Crédits d'équipement • Placements de trésorerie sur des produits de marché
Grandes entreprises sans accès au marché boursier	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Crédits bancaires à court terme et à moyen terme 	<ul style="list-style-type: none"> • Crédits d'équipement • Placements de trésorerie en banque (comptes bloqués...) 	<ul style="list-style-type: none"> • Crédit d'équipement • Placements de trésorerie sur des produits de marché ou en banque
Grandes entreprises cotées en bourse	Exceptionnelles dans ce type d'économie	Nombre et importance réduits dans ce type d'économie	<ul style="list-style-type: none"> • Crédits d'équipement • Placements de trésorerie sur des produits de marché • Appel à l'épargne par émission d'actions, d'obligations, de billets de trésorerie
Grandes entreprises publiques	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Crédits bancaires à court terme et à moyen terme • Concours du Trésor public et d'autres organismes publics 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Crédits bancaires à court terme et à moyen terme • Concours du Trésor public et d'autres organismes publics 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestion des règlements en monnaie • Crédits bancaires à court terme et à moyen terme • Concours du Trésor public et d'autres organismes publics

DEUXIÈME PARTIE

L'ANALYSE FINANCIÈRE
OU LE DIAGNOSTIC FINANCIER
DE L'ENTREPRISE

Chapitre 3

Les objectifs et les méthodes du diagnostic financier

Tout processus rationnel de gestion s'organise en trois phases fondamentales.

*Une première phase consiste en un **diagnostic préalable à l'action**. Dans cette phase, les gestionnaires concernés cherchent à analyser et à apprécier la situation et les conditions d'activité afin de définir les orientations et préparer les projets à mettre en œuvre.*

*Une deuxième étape consiste dans la **prise de décisions concrètes** et dans leur mise en œuvre. Ce passage à l'action s'appuie sur le diagnostic préalable en ce sens qu'il vise soit à confirmer les orientations et les caractéristiques favorables décelées par l'analyse, soit à corriger les traits défavorables qui auront pu être mis en lumière.*

*Enfin, une troisième étape porte sur le **contrôle et l'évaluation des actions** entreprises. Elle permet parfois de constater la convergence entre les projets initiaux et les réalisations effectives ; dans ce cas, le contrôle débouche sur la validation et la confirmation des actions en cours. Mais, le plus souvent, le contrôle débouche sur le constat de nécessaires réorientations requises soit à cause d'un écart préjudiciable entre les prévisions et les réalisations, soit à cause du constat d'une inadaptation des projets initiaux par rapport à l'évolution de l'entreprise et de son contexte.*

*Dans le cas de la gestion financière, la démarche de diagnostic revêt également une importance déterminante dans la phase de préparation de projets nouveaux comme dans la phase de contrôle et d'évaluation de projets passés ou en cours de réalisation. L'objet du diagnostic financier se définit d'abord par les **thèmes d'analyse** qui lui sont dictés à cause de certaines contraintes pesant sur l'entreprise. En effet, le diagnostic financier vise essentiellement à apprécier la façon dont l'entreprise intègre les contraintes majeures de performance, de solvabilité, d'autonomie, de flexibilité financière (section 1)*

C'est seulement par rapport à ces préoccupations essentielles qu'il est possible de justifier les outils, les méthodes et les démarches mises en œuvre par les analystes financiers pour formuler un jugement sur la situation, les performances de l'entreprise et sur le niveau de risque qu'elle assume (section 2).

SECTION 1 – LES OBJECTIFS MAJEURS DU DIAGNOSTIC FINANCIER

Dans ses développements traditionnels, l'analyse financière s'attache à étudier les entreprises afin d'apprécier leur solvabilité et leurs performances. Cependant, les thèmes analytiques se sont considérablement enrichis grâce à l'extension du champ de la discipline et englobent aujourd'hui des préoccupations situées à l'articulation entre le diagnostic financier et le diagnostic stratégique, commercial, technologique, social ou organisationnel.

A – L'APPRÉCIATION DE LA SOLVABILITÉ OU DE L'ÉQUILIBRE FINANCIER

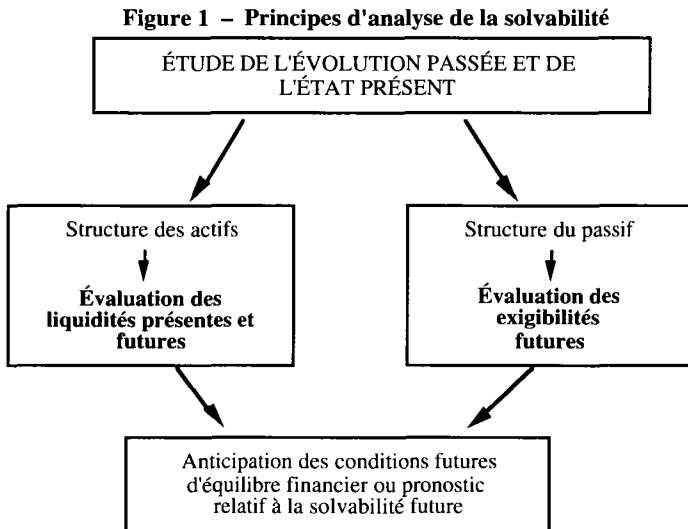
La solvabilité ou l'équilibre financier de l'entreprise traduisent l'aptitude éventuelle de cette dernière à « faire face à ses engagements » c'est-à-dire à régler ses dettes, au fur et à mesure qu'elles viennent à échéance.

Ce thème revêt une importance majeure dans les développements de l'analyse financière. D'une part, il constitue historiquement son premier domaine de préoccupation : les outils de l'analyse financière ont été créés par des banquiers et autres créanciers, soucieux de juger de façon rigoureuse les risques de non recouvrement ou de défaillance liés à un débiteur actuel ou à un emprunteur potentiel. D'autre part, le thème de la solvabilité présente un caractère vital dans la mesure où une entreprise insolvable encourt un risque de faillite et se trouve donc exposée à la menace d'une disparition pure et simple. En ce sens, **l'appréciation de la solvabilité ou du risque de faillite** constitue un thème fondamental de tout diagnostic financier.

Dans son principe même, le diagnostic relatif à la solvabilité se heurte à une difficulté majeure. L'appréciation de la solvabilité met en cause **une démarche de prévision** relative aux conditions dans lesquelles l'entreprise étudiée semble à même de faire face à ses **échéances futures**. Le diagnostic financier doit ainsi procéder à une **anticipation** ou **énoncer un pronostic** sur l'évolution prévisible de l'entreprise, de sa situation financière et de ses équilibres financiers. Or, comme toute démarche de prévision comporte un caractère de fragilité, on pourrait être tenté d'émettre des doutes sur la possibilité même d'un diagnostic financier pertinent et efficace. Malgré ces difficultés, les démarches de l'analyse financière ont fait la preuve de leur efficacité grâce à la solidité de deux orientations méthodologiques majeures.

D'une part, l'étude du bilan permet de comparer un état actuel des engagements (passif) et des liquidités prévisibles (actif) et donc de justifier un pronostic relatif à l'ajustement futur des règlements obligatoires et des recettes à prévoir.

D'autre part, l'étude de l'évolution passée des résultats et de la situation financière permet de déceler des tendances lourdes susceptibles de se prolonger dans l'avenir.



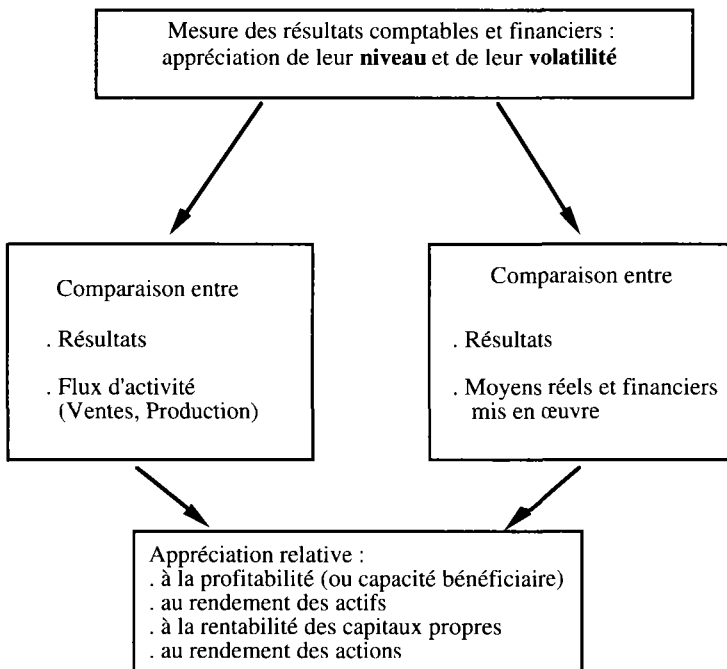
B – L'APPRÉCIATION DES PERFORMANCES FINANCIÈRES

La première tâche des analystes financiers consiste dans la mesure précise des **résultats obtenus** dans le passé ou le présent et dans l'anticipation des **tendances d'évolution** susceptibles de les affecter dans le futur. De cette mesure découle une appréciation qui porte donc sur les niveaux, l'évolution et l'instabilité (ou la volatilité) éventuelle de ces résultats.

Mais une fois ces résultats mesurés, ils doivent être comparés à des grandeurs de référence traduisant soit le **niveau des opérations** de l'entreprise (production ou ventes par exemple), soit le **montant des moyens engagés** pour obtenir ces résultats. C'est seulement dans de telles comparaisons que l'efficacité de l'entreprise peut être évaluée. On apprécie alors son aptitude à mener des activités suffisamment rémunératrices pour compenser le coût des ressources qu'elle utilise et son aptitude à valoriser les moyens réels et financiers qui lui sont confiés.

Enfin, le jugement relatif à l'efficacité doit prendre en compte l'influence déterminante exercée par certaines caractéristiques de l'activité : la structure des coûts et les conditions technico-économiques de la production, la structure du financement, ainsi que les contraintes stratégiques, commerciales ou sociales qui pèsent sur l'entreprise.

Figure 2 – Principes d'analyse des performances



C – L'APPRÉCIATION DES AUTRES CARACTÉRISTIQUES FINANCIÈRES MAJEURES

Si l'étude des performances et l'analyse des équilibres constituent des thèmes fondamentaux du diagnostic financier, ce dernier s'attache également à la mise en évidence d'autres caractéristiques financières majeures. Parmi ces caractéristiques l'autonomie (ou l'indépendance), la flexibilité et, plus généralement, l'ensemble des traits stratégique-financiers significatifs sollicitent l'attention particulière de l'analyste.

1 – L'autonomie financière

L'autonomie financière constitue un objectif important pour de nombreux dirigeants. Lorsque ceux-ci sont les propriétaires, voire les fondateurs de l'entreprise, la recherche de l'indépendance traduit une volonté de contrôle dont les ressorts psychologiques mais aussi patrimoniaux paraissent évidents. Mais, même lorsque les dirigeants sont de simples salariés ne détenant pas de part significative dans le capital, la recherche de l'autonomie traduit le souhait de maîtriser les enjeux stratégiques et opérationnels majeurs qui déterminent l'évolution de l'entreprise.

En termes financiers, l'autonomie s'apprécie d'abord par **l'étude du capital, de sa structure et des liaisons de contrôle** qu'elle peut traduire. Ainsi l'existence d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires majoritaires, la mise en évidence des alliances nouées entre actionnaires minoritaires... permettent de déceler les influences, éventuellement prépondérantes, qui s'exercent sur l'entreprise.

Mais l'autonomie ou la dépendance peuvent également se décider par **d'autres mécanismes que ceux des liaisons financières**. L'intégration dans le cadre **d'accords techniques** contraignants (octroi de licences ou de brevets, transferts de technologie, contrats de franchise de production), des **accords commerciaux** qui entravent l'action de l'entreprise (distribution sous marque de distributeur, sous-traitance, contrats d'exclusivité, relations avec des centrales d'achat particulièrement puissantes), peuvent par exemple borner l'autonomie réelle d'une entreprise, supposée jouir d'une totale indépendance en termes juridiques.

Par ailleurs l'autonomie financière peut être appréciée grâce à l'analyse de la **structure du financement**. L'éventuelle dépendance de l'entreprise à l'égard de l'endettement (et notamment des concours bancaires) constitue l'élément essentiel à explorer. La répartition des ressources de financement et des éléments du passif entre fonds propres et dettes d'origines diverses constitue donc une des caractéristiques qui traduit le mieux l'autonomie financière de l'entreprise.

2 – La flexibilité financière

Comme cela a déjà été souligné, la flexibilité de l'entreprise traduit sa capacité d'adaptation face à des transformations inopinées de son environnement et de son cadre d'activités. Les aptitudes qu'elle requiert relèvent de toutes les dimensions de l'activité. Ainsi, la recherche de la flexibilité met en cause **la gestion et les ressources stratégiques** pour toutes les démarches qui pourraient concerner l'orientation globale des activités ou l'architecture organisationnelle de l'entreprise. Elle met également en cause **la gestion**

commerciale lorsqu'elle sollicite des réorientations concernant l'offre de produits, la politique de prix, les rapports avec la distribution ou la communication de l'entreprise. La flexibilité affecte **la gestion des ressources humaines** lorsqu'il s'agit de procéder aux effectifs et qualifications de personnel ou à la politique de rémunération.

Enfin, la flexibilité concerne la **gestion financière** dans trois de ses aspects au moins.

En premier lieu, la « flexibilité financière » s'apprécie par rapport à la capacité que l'entreprise manifeste en matière de **mobilisation rapide de liquidités**. Ainsi la détention d'un « trésor de guerre » constitué par une enveloppe de liquidités disponibles immédiatement ou à terme permet de réagir sans retard à une **opportunité d'investissement** (rachat d'une entreprise dans des conditions favorables, lancement d'un programme d'équipement en riposte à une offensive de la concurrence), à une **opportunité commerciale** (achat d'un lot de marchandises et de matières premières dans des conditions exceptionnelles), ou à une opportunité stratégique. De même, elle peut permettre de faire face à une menace nouvelle. Sous cet angle, les capacités d'adaptation de l'entreprise peuvent aussi bien être assurées par des liquidités déjà disponibles que par la détention d'actifs cessibles sans délai ni perturbation pour les activités majeures de l'entreprise (titres de placement, actifs immobiliers, participation sans importance stratégique).

En second lieu, la flexibilité financière s'apprécie par rapport à la **capacité de financement** de l'entreprise. La possibilité de recourir à de nouvelles ressources propres ou de bénéficier de nouveaux crédits (« capacité d'endettement ») permet en effet à l'entreprise de bénéficier, en cas de besoin, d'une enveloppe additionnelle de fonds qui lui permettront de réagir à des modifications imprévisibles de son cadre d'activité.

En troisième lieu, la flexibilité financière peut être également liée aux possibilités dont l'entreprise dispose de **jouer sur les besoins de financement** qu'elle supporte du fait de ses projets d'investissement en cours ou prévus, mais aussi du fait de son activité courante. Ainsi, une certaine **divisibilité** des investissements entrepris ou des capacités productives installées peut non seulement permettre de réduire les coûts fixes en cas de nécessité, mais également de limiter la tension exercée sur les ressources et les équilibres financiers. De même, la possibilité **d'échelonner** dans le temps la réalisation de certaines opérations (investissements, remboursements d'emprunts...) donne à l'entreprise des possibilités supplémentaires d'ajustement et, par conséquent, de la flexibilité.

3 – La prise en compte des atouts et handicaps stratégiques de l'entreprise

L'appréciation de la flexibilité et de l'autonomie constitue une préoccupation commune à l'analyse stratégique et à l'analyse financière. Mais cette dernière est en fin de compte sensible à toutes les indications relatives aux atouts et handicaps qui peuvent affecter la compétitivité future de l'entreprise et, par voie de conséquence, ses performances et son équilibre financier à terme.

Aussi les analystes financiers sont-ils sensibles aux appréciations relatives aux forces et faiblesses qui peuvent affecter :

- le **portefeuille d'activités** de l'entreprise ou ses « métiers »,
- ses **caractéristiques structurelles** majeures sur les plans organisationnel, technique, social, commercial, juridique,

- ses **savoir-faire** et les **compétences** distinctives qu'elle entretient en matière productive, en matière commerciale comme dans son management,
- ses **rapports avec ses partenaires extérieurs** et, de façon générale, avec son environnement.

Quoique les investigations relatives à ces différents aspects du diagnostic d'entreprise débordent manifestement le champ de l'analyse financière, cette dernière doit ainsi s'appuyer sur les indications qu'elles fournissent pour en déduire les implications financières majeures.

SECTION 2 – CONTEXTE ET DÉMARCHES DU DIAGNOSTIC FINANCIER

A – LES OBJECTIFS DU DIAGNOSTIC

Selon la situation de l'analyste, les objectifs du diagnostic peuvent être énoncés de façon différenciée. Même si l'ensemble des orientations possibles sont compatibles avec l'utilisation de démarches largement convergentes, on propose de distinguer ici trois types d'orientations assez caractéristiques.

En premier lieu, de nombreuses analyses présentent le caractère d'un diagnostic extensif ou d'une **investigation panoramique** et visent à éclairer l'ensemble des caractéristiques financières importantes de l'entreprise. Elles ne comportent pas de limitation *a priori* du champ des observations et ne privilégient pas un thème particulier. C'est ce type d'orientation qui est requis pour des diagnostics liés à des opérations d'acquisition, de fusion ou d'absorption. C'est également ce type d'orientation qui répond aux besoins d'observateurs appartenant à des organismes d'études financières ou stratégiques qui cherchent surtout à construire une vision d'ensemble de l'entreprise.

Un deuxième type d'analyses est orienté **vers l'étude du risque** de défaillance, c'est-à-dire vers l'appréciation des conditions d'équilibre financier. Ces démarches, particulièrement sensibles au thème de la solvabilité, sont le plus souvent mises en œuvre par des partenaires extérieurs susceptibles d'être affectés par la défaillance de l'entreprise : banquiers, porteurs de titres, fournisseurs et autres créanciers. Mais elles peuvent également être développées par des responsables soucieux d'évaluer les risques de défaillance qui menacent l'entreprise dont ils ont la charge.

Le troisième type dominant d'analyses est orienté vers **l'étude des performances**, de leur évolution et de leurs perspectives futures. Il répond surtout aux besoins des gestionnaires internes et de certains partenaires extérieurs intéressés aux résultats futurs de l'entreprise. En particulier, les détenteurs d'actions et d'autres titres participant aux résultats ou les investisseurs susceptibles d'en acquérir sont particulièrement attentifs à la capacité bénéficiaire présente et future ; ce sont en effet les résultats à venir qui garantiront les distributions futures de bénéfices et la réalisation de plus-values en capital.

Enfin, si ces trois premiers types d'analyses représentent les préoccupations dominantes qui orientent les démarches du diagnostic financier, il faut souligner que des préoccupations circonstancielles peuvent également aiguiller les investigations vers l'examen d'aspects particuliers de la situation ou du fonctionnement de l'entreprise.

B – LES DÉMARCHES D'ANALYSE

Moyennant une certaine schématisation, il est possible de définir une relation entre les objectifs de l'analyse et les méthodes et instruments qu'elle requiert. Cependant la spécialisation des outils d'analyse tend à s'atténuer à la faveur d'évolutions conceptuelles ou techniques récemment introduites, et qui conduisent à limiter la portée de cette observation.

Une analyse orientée vers l'étude des risques de faillite ou de la solvabilité s'applique le plus souvent à l'étude du bilan (analyse statique) et du tableau de financement (analyse de flux), et s'intéresse à l'ajustement entre les engagements contractés par l'entreprise et les liquidités qu'elle peut espérer dégager.

Une analyse orientée vers l'étude des performances s'applique principalement à l'étude du compte de résultat, pour rendre compte de la formation des soldes de gestion et les comparer aux flux d'activité ou aux moyens engagés par l'entreprise.

Les observations qui précèdent suggèrent ainsi une préaffectation des différents compartiments de la boîte à outils des analystes financiers en fonction des orientations de leurs études.

Figure 3 – Une différenciation schématique des démarches d'analyse

Orientations de l'analyse	Méthodes et outils utilisés par l'analyste
Étude de l'équilibre financier et du risque de faillite.	Analyse du bilan et des tableaux de flux financiers <ul style="list-style-type: none"> • Relation de trésorerie • Ratios
Étude des performances financières	Analyse du compte de résultat <ul style="list-style-type: none"> • Mesure des soldes de gestion • Analyse des ratios • Évolution de l'effet du volume d'activité sur les résultats.

Cependant, il faut aussi souligner la convergence qui s'opère entre les indications fournies par les différents outils.

Ces évolutions affectent en premier lieu la mesure des résultats. De nouveaux indicateurs sont aujourd'hui proposés qui intègrent à la fois l'étude des performances et celle des flux et équilibres financiers. Ainsi, l'introduction de notions permettant de mesurer **le surplus monétaire d'exploitation** (l'excédent brut d'exploitation par exemple) ou **le surplus monétaire global** (la capacité d'autofinancement ou « cash flow global ») fournit une indication relative aux performances économiques de l'entreprise et une indication relative à sa capacité de reconstitution de ressources propres qui peuvent améliorer son équilibre financier et son autonomie.

Ces évolutions affectent en second lieu la présentation des **tableaux de flux** qui, mieux conçus et plus largement répandus, permettent également d'intégrer l'analyse des performances, celles des conditions de financement et l'appréciation des équilibres financiers à terme.

Chapitre 4

L'appréciation des performances de l'entreprise

Le diagnostic financier s'attache à l'appréciation des performances dans une double perspective. D'une part, l'entreprise consomme des ressources financières, matérielles, humaines, dont l'utilisation implique un coût ; il est donc nécessaire de vérifier que ces ressources sont mises en œuvre de façon suffisamment efficace pour compenser et justifier le coût qu'elles occasionnent. D'autre part, les résultats permettent de dégager des ressources qui assurent le financement des investissements requis par la croissance et le remboursement futur des dettes contractées par l'entreprise ; le diagnostic doit donc s'attacher à déterminer l'aptitude de l'entreprise à susciter des surplus monétaires qui garantiront son équilibre financier et son développement à terme.

*Cependant, le diagnostic relatif aux performances se heurte en premier lieu à un difficile problème de mesure. **L'évaluation des résultats** s'effectue en effet selon des méthodes hétérogènes, parfois insuffisamment fiables et souvent divergentes. La recherche d'une norme satisfaisante de mesure des résultats constitue donc un impératif catégorique pour une appréciation des performances (section 1).*

*Au-delà de ce problème de mesure, le diagnostic doit par ailleurs conduire à un **jugement clair sur le niveau et la qualité des résultats**. Le recours à des démarches éprouvées telles que celles proposées par la **méthode des ratios** permet de passer ainsi de la mesure à l'appréciation des performances (section 2).*

SECTION 1 – LA MESURE DES RÉSULTATS

La mesure des résultats constitue un des objectifs traditionnels de la comptabilité générale qui, dans la plupart des plans comptables, prévoit à cet effet l'élaboration d'un état de synthèse spécifique : le compte de résultat du plan comptable général français de 1982, les comptes de gestion prévus par le plan comptable OCAM, l'Income Statement de la comptabilité américaine ou canadienne par exemple.

Cependant, la mesure comptable traditionnelle du résultat repose sur un principe de calcul qui porte sur la détermination **d'un surplus réel** (§ A). Malgré ses mérites, ce principe soulève des difficultés qui conduisent les analystes financiers à se doter d'indicateurs de type nouveau mesurant le **surplus monétaire** dégagé par l'activité de l'entreprise (§ B).

A – LA MESURE DES RÉSULTATS COMPTABLES TRADITIONNELS

La mesure des résultats comptables traditionnels s'appuie sur une confrontation entre les **charges réelles** consommées par l'entreprise au cours d'une période (ou exercice) et les **produits réels** engendrés par son activité. D'une certaine façon, les produits s'analysent comme une création de richesse alors que les charges apparaissent comme une consommation de richesse réelle. En conséquence, le résultat permet d'évaluer l'augmentation ou la diminution de richesse réelle, donc le surplus engendré par l'activité de la période. L'insistance sur le **caractère réel** des flux et du surplus mesurés tient au fait que le compte de résultat traditionnel n'enregistre pas de mouvements monétaires (encaissements et décaissements) mais se borne à recenser la production ou la consommation de richesse, même si les mouvements qui en résultent n'ont aucune incidence monétaire, ou n'ont qu'une incidence décalée dans le temps.

Toutes les présentations du compte de résultat adoptées dans tous les pays à économie de marché ont en commun le mode de dégagement du surplus global fondé sur une formule du type : $\text{résultat} = \text{produits réels} - \text{charges réelles}$. En revanche, leur présentation détaillée diffère selon la ventilation et le classement des flux retenus pour la construction de cet état de synthèse.

1 – Le compte de résultat du plan comptable français de 1982

Le compte de résultat du plan comptable général (PCG) de 1982 conduit à une décomposition des produits et charges en trois sous-ensembles correspondant :

- à des opérations d'exploitation liées au cycle d'activité courante (approvisionnement, production, ventes),
- à des opérations financières,
- à des opérations exceptionnelles.

Cette présentation (tableau ci-dessous) permet donc de faire apparaître un **résultat global** après impôt mais également **trois indicateurs partiels de résultat**.

Figure 1 – Les mesures comptables traditionnelles du résultat

Indicateur du résultat	Termes de calcul	Signification
Résultat d'exploitation	Produits d'exploitation – Charges d'exploitation	Mesure de l'efficacité de l'entreprise dans son activité courante, industrielle ou commerciale.
Résultat financier	Produits financiers – Charges financières	Mesure de l'incidence des opérations financières sur le résultat
Résultat exceptionnel	Produits exceptionnels – Charges exceptionnelles	Mesure de l'incidence des aléas favorables ou défavorables sur les résultats
Résultat de l'exercice	Ensemble des produits – Ensemble des charges	Mesure de l'efficacité globale de l'entreprise sur l'ensemble de ses opérations et de ses activités.

Figure 2 – Modèle de compte de résultat de l'exercice (Présentation sous forme de tableau)

Charges (hors taxes)	Exercice N	Exercice N – 1	Produits (hors taxes)	Exercice N	Exercice N – 1
Charges d'exploitation :			Produits d'exploitation :		
Achats de marchandises (a)			Ventes de marchandises		
Variation de stock [marchandises] (b)			Production vendue [biens et services] (c)		
Achats d'approvisionnements (a)			Production stockée (d)		
Variation de stocks [approvisionnements] (b) ..			Production immobilisée		
* Autres charges externes			Subventions d'exploitation		
Impôts, taxes et versements assimilés			Autres produits (2)		
Rémunérations du personnel					
Charges sociales					
Dotations aux amortissements					
Dotations aux provisions					
Autres charges					
Charges financières			Produits financiers (2)		
Total I	X	X	Total I	X	X
Charges exceptionnelles (II)	X	X	<i>dont à l'exportation</i>		
Impôts sur les bénéfices (III)	X	X	Produits exceptionnels (2) (II)	X	X
Total des charges (I + II + III)	X	X	Total des produits (I + II)	X	X
Solde créditeur : bénéfice (1)	X	X	Solde débiteur : perte (3)	X	X
TOTAL GÉNÉRAL	X	X	TOTAL GÉNÉRAL	X	X
* Y compris : – redevances de crédit-bail mobilier					
– redevances de crédit-bail immobilier					
(1) Compte tenu d'un résultat exceptionnel avant impôts de			(2) Dont reprises sur provisions (et amortissements) ...		
			(3) Compte tenu d'un résultat exceptionnel avant impôts de		

(a) Y compris droits de douane.
(b) Stock initial moins stock final : montant de la variation en moins entre parenthèses ou précédé du signe (-).
(c) À inscrire, le cas échéant, sur des lignes distinctes.
(d) Stock final moins stock initial : montant de la variation en moins entre parenthèses ou précédé du signe (-).

Cette présentation prend la forme d'un tableau en deux colonnes qui recense d'une part les « charges » (ou consommation de richesse) au débit et d'autre part, les « produits » (ou création de richesse) au crédit (figure 2) selon un modèle de présentation « en compte » qu'on schématise en général par un compte en « T ».

2 – Le compte de résultat ou « état de synthèse des comptes de gestion » du plan comptable OCAM

Le compte de résultat ou, plus précisément, l'**état de synthèse des comptes de gestion** prévu par le plan comptable OCAM adopte une présentation dont le principe reste assez proche de celui du PCG 1982. Cependant, l'intitulé des colonnes diffère légèrement puisqu'on y recense « les charges et pertes » au débit et les « produits et profits » au crédit. En outre, la distinction entre éléments financiers et éléments d'exploitation n'y est pas opérée. Enfin, les plus-values et moins-values produites par d'éventuelles cessions d'immobilisations y sont plus nettement isolées.

Figure 3 – Le compte de résultat du plan OCAM

Charges et pertes		Produits et profits	
80 – Détermination de la marge brute Coût des stocks vendus (1) Solde : Marge brute		80 – Détermination de la marge brute Ventes de marchandises	
81 – Détermination de la valeur ajoutée Matières et fournitures consommées (2) Autres services consommés Solde : Valeur ajoutée		81 – Détermination de la valeur ajoutée Production vendue Production stockée	
82 – Détermination du résultat d'exploitation Charges et pertes diverses (3) Frais de personnel Impôts et taxes Intérêts Dotations aux amortissements Dotations aux provisions Solde : Résultat d'exploitation		82 – Détermination du résultat d'exploitation Produits et profits divers (4) Subventions Intérêts et dividendes reçus	
84 – Détermination des résultats sur cession Valeur d'entrée des éléments cédés		84 – Détermination des résultats sur cession Prix de cession Solde : Moins-values de cession	
85 – Détermination du résultat avant impôt Moins-value de cession Solde : Résultat net avant impôt		85 – Détermination du résultat avant impôt Résultat d'exploitation	
86 – Détermination de l'impôt sur le résultat		86 – Détermination de l'impôt sur le résultat	
87 – Détermination du résultat net de la période à affecter		87 – Détermination du résultat net de la période à affecter	
TOTAL GÉNÉRAL (5)		TOTAL GÉNÉRAL (5)	

3 – Une présentation anglo-saxonne du compte de résultat

Malgré une nette différence de forme, le compte de résultat ou *Income Statement* établi par les entreprises des pays anglo-saxons est établi selon un principe proche de celui retenu dans le plan OCAM ou le PCG français.

L'élément commun avec les modèles précédemment présentés tient à la distinction entre opérations d'exploitation et éléments financiers. Cette distinction permet ainsi de dissocier nettement les indications fournies quant à l'efficacité de l'entreprise dans son activité courante, industrielle, commerciale, et les effets de ses opérations financières (emprunts, change, investissements en portefeuille et placements).

En revanche, ce type de présentation diffère des précédents en ce que les charges et les produits sont énumérés « en liste » et non répartis sur deux colonnes.

Figure 4 – Un exemple de présentation adoptée aux États-Unis et au Canada

P.X. Mining Incorporated Statement of earnings (Millions of canadian dollars)

Sales	Chiffre d'Affaires	904,3
Expenses Cost of sales Selling, general and administrative Mineral exploration	Charges Coût des produits vendus Frais de vente, généraux et administratifs Frais d'exploration	635,7 45,4 88,2
Operating earnings	Résultat d'exploitation	135
Investment income Other income Interest and financing expense	Produits financiers Autres produits Frais financiers	107 – 6,7
Income from continuing operations before taxes and other items	Résultat avant impôt des activités courantes	235,3
Income tax	Impôt sur les bénéfices	– 99,6
Net earnings	Résultat net	135,7

On observe une certaine proximité entre les indicateurs de résultats auxquels on parvient alors et certains de ceux fournis par le PCG français et le plan OCAM, sous réserve évidemment des différences relatives à l'évaluation des flux de produits et de charges dans le cadre des règles de normalisation qui y sont respectivement mises en œuvre.

Figure 5 – Les indicateurs de résultat : une comparaison internationale

Indicateur anglo-saxon	Mode de calcul	Indicateur voisin
Net operating Income (NOI) ou Earnings Before Interest and taxes (EBIT)	Net revenues (produits d'exploitation) – Costs and expenses (Charges d'exploitation)	Résultat d'exploitation (PCG français)
Earnings before tax (EBT)	E B I T – Interest expenses (charges d'intérêts)	. Résultat courant avant impôt (PCG français) . Résultat « d'exploitation » (Plan OCAM)
Net Income after tax (NI)	E B T – Impôt sur le bénéfice	. Résultat (PCG français) . Résultat net de la période à affecter (Plan OCAM)

B – LA DIVERSIFICATION DES SOLDES DE GESTION

Les indicateurs comptables traditionnels présentent l'intérêt de recenser **le gain ou la perte réels** dégagés par l'activité de l'entreprise au cours d'une période. Ils comportent en revanche deux faiblesses majeures qui affectent leur signification et parfois leur fiabilité. D'une part, ces indicateurs sont établis à partir de certaines évaluations de produits et de charges effectuées par l'entreprise elle-même sur la base d'options qui peuvent paraître parfois sujettes à discussion ; c'est le cas notamment en matière d'évaluation des mouvements de stock, des immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même (« production immobilisée ») et surtout des dotations aux amortissements et provisions. D'autre part, en négligeant l'influence monétaire des opérations, l'évaluation comptable traditionnelle ne permet pas de dégager l'incidence des résultats sur la capacité de financement et sur la situation de trésorerie de l'entreprise.

Ces observations expliquent pourquoi le tableau des soldes intermédiaires de gestion prévu par le PCG français de 1982 apporte des indications complémentaires particulièrement riches en vue de l'analyse financière des résultats. De même, certaines présentations fonctionnelles adoptées par les entreprises anglo-saxonnes permettent aussi d'améliorer l'analyse des résultats. Quant au tableau des soldes caractéristiques de gestion du plan OCAM, il adopte une option intermédiaire entre la présentation traditionnelle du compte de résultat et des présentations orientées vers l'analyse économique des performances.

Cependant, une différence majeure demeure entre les principes de classement des flux respectivement retenus dans ces différentes présentations. Alors que les présentations du PCG et du plan OCAM adoptent un classement des charges et des produits **par nature**, les présentations « économiques » adoptées par les entreprises anglo-saxonnes adoptent fréquemment un **classement fonctionnel** des éléments du résultat.

1 – Les présentations fondées sur le classement des flux par nature

a) Les présentations fondées sur le classement des flux par nature

Le TSIG du PCG de 1982 classe les charges et les produits de façon à faire ressortir, outre les quatre indicateurs traditionnels de résultat déjà mentionnés ci-dessus, deux nouveaux indicateurs :

- la valeur ajoutée (VA),
- l'excédent brut d'exploitation (EBE).

Comme l'indiquent les éléments fournis par la figure 6, la **valeur ajoutée (VA)** est obtenue grâce à la comparaison entre le **produit de l'activité** fourni par l'entreprise au marché et les **consommations intermédiaires** prélevées par l'entreprise sur le marché. La VA apparaît ainsi comme une mesure de la contribution productive que l'entreprise fournit à son environnement économique.

Quant à l'**excédent brut d'exploitation** ou EBE, il mesure le **surplus monétaire potentiel** fourni par l'activité courante et correspond à un « cash flow d'exploitation ». À ce titre, il offre à la fois une évaluation particulièrement fiable du résultat d'exploitation et une estimation de la contribution apportée par l'activité courante au financement de l'entreprise et à sa trésorerie.

En effet, l'EBE n'est obtenu qu'à partir de la prise en compte d'éléments monétaires puisqu'on peut écrire :

$\begin{aligned} & \text{Produits « monétaires » (susceptibles d'être encaissés)} \\ & - \text{Charges « monétaires » (susceptibles d'être décaissées)} \\ & \hline & = \text{Excédent brut d'exploitation (surplus monétaire)} \end{aligned}$
--

Les **produits monétaires** correspondent aux ventes et autres produits susceptibles d'être encaissés, à l'exclusion de tout élément de produits correspondant à des jeux d'écritures sans effet prévisible sur les recettes futures de l'entreprise. Ainsi, les reprises sur amortissements et provisions qui, pour des raisons fiscales, permettent de réintégrer dans le bénéfice imposable des dotations antérieurement constituées en excès, ne correspondent pas à une quelconque recette pour l'entreprise ; ils ne doivent donc pas entrer en ligne de compte pour le calcul du surplus monétaire.

De même, les **charges monétaires** sont seules prises en compte dans le calcul de l'EBE. Elles correspondent toutes à des consommations qui donneront lieu à décaissement futur, à l'exclusion de tout élément évalué par l'entreprise mais non décaissé, tel que les amortissements et les provisions. Ainsi, l'EBE est exempt de tout biais lié à la politique d'amortissement et de constitution de provisions. De même, se trouve neutralisée l'incidence de toute option arbitraire qui aurait pu être retenue par l'entreprise pour l'évaluation de postes qui ne donnent pas lieu à une détermination objective et indiscutable.

Par exemple, dans l'illustration ci-dessous, le surplus monétaire dégagé par l'exploitation (« cash flow d'exploitation » ou EBE) est totalement indépendant de l'évaluation des amortissements et des provisions.

Figure 6 – Le tableau des soldes intermédiaires de gestion (TSIG) du PCG français

Produits (Colonne 1)	Charges (Colonne 2)	Soldes intermédiaires des exercices (Colonne 1 – Colonne 2)	N	N – 1
Ventes de marchandises	Coût d'achat des marchandises vendues	• Marge commerciale
Production vendue	ou Déstockage de production (a)			
Production stockée	Total	• Production de l'exercice		
Production immobilisée				
Total				
• Production de l'exercice	Consommation de l'exercice en provenance de tiers	• Valeur ajoutée		
• Marge commerciale	Impôts, taxes et versements assimilés (b)	• Excédent brut (ou Insuffisance brute) d'exploitation		
Total	Charges de personnel			
• Valeur ajoutée Subventions d'exploitation	Total			
Total	• ou Insuffisance brute d'exploitation	• Résultat d'exploitation (bénéfice ou perte)		
• Excédent brut d'exploitation	Dotations aux amortissements et aux provisions			
Reprises sur charges et transferts de charges	Autres charges			
Autres produits	Total			
Total	• ou Résultat d'exploitation			
• Résultat d'exploitation	Quotes-parts de résultat sur opérations faites en commun	• Résultat courant avant impôts (bénéfice ou perte)		
Quotes-parts de résultat sur opérations faites en commun	Charges financières			
Produits financiers	Total	• Résultat exceptionnel (bénéfice ou perte)		
Total	Charges exceptionnelles			
Produits exceptionnels	• ou Résultat courant avant impôts			
• Résultat courant avant impôts	• ou Résultat exceptionnel			
• Résultat exceptionnel	Participation des salariés			
	Impôts sur les bénéfices			
Total	Total	Résultat de l'exercice (bénéfice ou perte (c))		
Produits des cessions d'éléments d'actif	Valeur comptable des éléments cédés	Plus-values et moins-values sur cessions d'éléments d'actif		

(a) En déduction des produits dans le compte de résultat.

(b) Pour le calcul de la valeur ajoutée, sont assimilés à des consommations externes, les impôts indirects à caractère spécifique inscrits au compte 635 « Impôts, taxes et versements assimilés » et acquittés lors de la mise à la consommation des biens taxables.

(c) Soit total général des produits – total général des charges.

Application n° 2 – Politique d'amortissement et excédent brut d'exploitation

Soit une entreprise qui recourt traditionnellement à l'amortissement linéaire. Le dernier exercice ayant comporté un très important effort d'investissement pour l'entreprise, ses dirigeants envisagent d'appliquer le procédé de l'amortissement dégressif sur tous les biens acquis qui pourraient en relever ; on suppose ici que l'adoption de cette solution reviendrait à majorer la dotation globale aux amortissements et provisions de 50 % (option n° 2) par rapport à la dotation calculée selon la technique de l'amortissement linéaire (option n° 1). Bien évidemment, **tous les flux monétaires objectifs** liés à l'activité d'exploitation de la période seraient insensibles au changement de mode de calcul de l'amortissement. Le choix ne porte donc que sur l'évaluation de **charges estimées mais non décaissées**, c'est-à-dire **de coûts réels**. Or les amortissements et les provisions correspondent effectivement à des dépréciations patrimoniales, donc à des charges réelles pour l'entreprise. Mais ces coûts ne donnent pas lieu à la constatation objective d'un décaissement. Dans ces conditions, l'EBE est totalement exempt des biais que pourrait introduire une évaluation arbitraire des dotations. Il constitue donc un indicateur de résultat particulièrement fiable (parce qu'il ne tient compte que d'éléments objectifs) ; il fournit en outre une indication précieuse sur la capacité de l'entreprise à dégager un surplus monétaire, donc à sécréter des sources d'autofinancement additionnelles, puisqu'il ne tient compte que des produits « monétaires » (susceptibles d'être encaissés) et des charges « monétaires » (susceptibles d'être décaissées).

Figure 7 – L'insensibilité de l'EBE aux évaluations des dotations aux amortissements et provisions (DAP)

Option n° 1 : DAP = 2 000 000		Option n° 2 : DAP = 3 000 000	
Produits d'exploitation		Produits d'exploitation	
. Ventes	12 750 000	. Ventes	12 750 000
Charges d'exploitation		Charges d'exploitation	
. Consommations	4 870 000	. Consommations	4 870 000
. Charges de personnel	3 830 000	. Charges de personnel	3 830 000
. Impôts et taxes	1 200 000	. Impôts et taxes	1 200 000
. DAP	<u>2 000 000</u>	. DAP	<u>3 000 000</u>
. Total des charges d'exploitation	11 900 000	. Total des charges d'exploitation	12 900 000
Résultat d'exploitation	+ 850 000	Résultat d'exploitation	- 150 000
Produits « monétaires »	12 750 000	Produits « monétaires »	12 750 000
Charges « monétaires »	- 9 900 000	Charges « monétaires »	- 9 900 000
E. B. E.	+ 2 850 000	E. B. E.	+ 2 850 000
= DAP	2 000 000	= DAP	3 000 000
+ Résultat d'exploitation	+ 850 000	+ Résultat d'exploitation	- 150 000

*On constate dans le tableau ci-dessus que le résultat d'exploitation est particulièrement affecté par le mode d'évaluation des dotations. Selon l'option retenue pour les DAP, cet indicateur change même de signe, ce qui suggère que le diagnostic global relatif aux performances d'exploitation pourrait être inversé selon la méthode choisie. On mesure ainsi un gain et on formule donc une appréciation favorable de l'efficacité d'exploitation selon l'option n° 1. Mais on dégage une perte, donc une appréciation défavorable de l'efficacité, selon l'option n° 2. Au contraire, le calcul de l'EBE est totalement indépendant des options choisies et des éléments arbitraires éventuellement associés à ces choix. Un changement dans le mode de calcul des DAP modifierait la **structure interne de l'EBE** (notamment la répartition entre dotation et résultat d'exploitation) sans affecter en rien l'**évaluation globale** de ce surplus monétaire.*

b) Le tableau des soldes caractéristiques de gestion du plan comptable OCAM

Le tableau des soldes caractéristiques de gestion (SCG) prévu par le plan comptable OCAM permet de dégager des indications voisines de celles fournies par le tableau des SIG du plan comptable français. En effet, ces deux tableaux procèdent du même projet puisqu'ils visent l'un et l'autre à fournir une **ventilation du résultat global**. Cette démarche qui permet de faire apparaître des **résultats partiels** liés aux domaines majeurs de la gestion, soit l'exploitation, les opérations financières, les opérations exceptionnelles. Cependant, les deux tableaux diffèrent sur trois points majeurs.

En premier lieu le tableau de SCG (plan OCAM) n'isole pas nettement les éléments financiers et donc le résultat financier. Englobant des éléments financiers dans son calcul, il mesure un résultat d'exploitation défini *lato-sensu* alors que le tableau des SIG (PCG français), dissocie nettement charges et produits financiers et évalue séparément un résultat d'exploitation et un résultat financier.

En deuxième lieu, le tableau des CSG ne fait pas apparaître l'excédent brut d'exploitation mis en évidence dans le tableau des SIG.

Enfin, le tableau des CSG isole le résultat sur cession d'éléments d'actif immobilisé, alors que le tableau SIG englobe les éléments qui permettent de le calculer dans l'ensemble des produits et des charges exceptionnelles.

La présentation des soldes de gestion selon les normes du plan comptable OCAM est reprise dans le tableau de la page suivante.

Figure 8 – Les soldes caractéristiques de gestion du plan comptable OCAM

Nature des opérations concernées	Éléments de produits et charges pris en compte (milliers de francs CFA)	Soldes caractéristiques de gestion (CSG) (milliers de francs CFA)
<i>Exploitation</i>	70 – Vente de marchandises 198 500	80 – Marge brute (1) = + 91 300
	60 – Coûts des stocks vendus – 107 200	
	71 – Production vendue 438 655	(2) = 344 013
	72 – Production stockée 9 694	
	73 – Production de l'entreprise pour elle-même –	
	61 – Matières et fournitures consommées – 79 669	
	62 – Transports consommés – 922	
	63 – Autres services consommés – 23 745	
	74 – Produits et profits divers 1 849	81 – Valeur ajoutée (1) + (2) = 435 313
	75 – Subventions d'exploitation 25 212	
	77 – Intérêts et dividendes reçus 4 549	(3) = – 403 309
	78 – Reprises sur amortissements et provisions –	
	64 – Charges et pertes diverses – 643	
	65 – Frais de personnel – 298 731	
	66 – Impôts et taxes – 38 518	
	67 – Intérêts – 33 607	
	68 – Dotations aux amortissements et aux provisions – 63 420	
		82 – Résultat d'exploitation (1) + (2) + (3) = (4) = + 32 004
<i>Hors Exploitation</i>	070 – Profits + 1 624	082 – Résultat hors exploitation (5) = – 2 258
	060 – Pertes – 3 882	
<i>Cessions</i>	84 – Plus-values sur cessions d'éléments d'actif immobilisé + 3 442	84 – Résultat de cession (6) = + 3 442
<i>Résultat global</i>	82 – Résultat d'exploitation + 32 004 082 – Résultat hors exploitation – 2 258 84 – Résultat de cession + 3 442	85 – Résultat net avant impôt sur le résultat (4) + (5) + (6) (7) = + 33 188

2 – Les présentations fondées sur un classement fonctionnel des flux

Les présentations du compte de résultat fondées sur l'application systématique d'un critère fonctionnel sont encore peu répandues dans les pays francophones. Elles sont en revanche largement utilisées dans les pays de tradition anglo-saxonne.

Dans leur principe, ces présentations sont fondées sur un regroupement des produits et charges sur la base de critères économiques. Ces présentations ne recherchent donc pas une ventilation « fine » des flux par nature mais leur classement synthétique **selon le domaine de gestion** dont ils relèvent.

Ainsi, les deux versions de l'*income statement* (ou compte de résultat) présentées dans la figure 9 procèdent à des regroupements qui font apparaître :

- la marge commerciale, résultat de la seule **activité commerciale**,

- le résultat des **opérations d'exploitation** (*Operating income*)
- l'incidence des **opérations financières**.

La différence entre les deux versions présentées tient au traitement des éléments d'exploitation. Le premier modèle (Figure 9a) dissocie les flux sur la base d'un critère fonctionnel en éléments commerciaux, administratifs ou industriels. Le second modèle (Figure 9b) opère une distinction entre coûts fixes et coûts variables et fait apparaître une **marge sur coût variable** intitulée ici *marginal contribution* parce qu'elle constitue une contribution à la couverture des charges fixes.

Figure 9 – La présentation fonctionnelle des comptes de résultat dans le cas d'une entreprise des États-Unis

*(a) La distinction entre éléments productifs, commerciaux, administratifs**

Éléments de produits et charges (en milliers de USD)		1989	1990
Net sales costs and expenses	(+) Ventes, nettes de retours ou de remises	189 700	218 345
• Labour and materials	(-) Charges		
• Depreciation	• Travail et consommations inter-médiaires	(56 715)	(65 622)
• Selling expenses	• Amortissements et provisions	(45 337)	(35 747)
• Administrative and general expenses	• Frais de distribution	(28 339)	(44 218)
	• Frais administratifs et frais généraux	(37 615)	(49 215)
Net Operating Income (NOI) ou Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)	= Résultat d'exploitation	21 694	23 543
Interests	(+) / (-) Intérêts perçus ou versés	(18 785)	(16 325)
Earnings before tax	= Résultat courant avant impôt	2 909	7 218
Income Tax	- Impôt sur le résultat	(1 018)	(2 304)
Net Income after tax (NI)	= Résultat net d'impôt	1 891	4 914

(*) Les nombres entre parenthèses sont affectés du signe -.

(b) La distinction entre charges fixes et charges variables

Éléments de produits et charges (en milliers de USD)		1989	1990
Net sales	+ Ventes nettes	189 700	218 345
Variable Costs	- Charges variables	(102 175)	118 227
Marginal contribution	= Marge sur coûts variables	87 525	100 118
Fixe costs	- Charges fixes	(65 831)	(76 575)
Operating Income (Earnings Before Interest and taxes)	= Résultat d'exploitation	21 694	23 543
Interest	Intérêts perçus ou versés	(18 785)	(16 325)
Earnings before tax	= Résultat avant impôt	2 909	7 218
Income Tax	(-) Impôt sur le bénéfice	(1 018)	(2 304)
Net Income after tax (NI)	= Résultat net après impôt	1 891	4 914

C – UNE SYNTHÈSE DES INDICATIONS RELATIVES À LA MESURE DES RÉSULTATS

1 – Une récapitulation des indicateurs présentés

Les développements précédents ont permis de faire apparaître la signification des indicateurs de résultat proposés par le plan OCAM ainsi que le plan comptable français et par les présentations comptables anglo-saxonnes. Ils ont conduit à souligner la différence majeure entre deux types de mesures. Les **indicateurs réels** mesurent le résultat à partir d'une confrontation entre produits et charges réels ; ils incluent des indicateurs globaux (résultat de l'exercice, résultat net ou *net income*) et des indicateurs partiels (résultat d'exploitation ou *net operating income*, résultat financier, résultat exceptionnel ...).

Les **indicateurs monétaires** sont, pour leur part, établis sur la base d'une confrontation entre produits monétaires (susceptibles d'être encaissés) et charges monétaires (susceptibles d'être décaissées). Non prévus parmi les soldes de gestion du plan comptable OCAM, de tels indicateurs ont été introduits par le plan comptable français de 1982. D'une part, l'EBE présenté ci-dessus fournit un indicateur relatif au **surplus monétaire d'exploitation** (« *cash flow* d'exploitation »). D'autre part, le PCG de 1982 propose, en plus du compte de résultat et du TSIG, un tableau de calcul de la capacité d'auto-financement (CAF) qui apparaît comme une mesure du **surplus monétaire global**, dégagé sur l'ensemble des activités. Si le plan comptable OCAM n'a pas prévu un indicateur analogue, cette omission a été comblée par certains plans nationaux développant ses options. C'est le cas notamment pour le plan comptable général zaïrois qui introduit une notion voisine dans la rubrique « ressources de gestion » de son tableau de financement (voir Chapitre 6). Enfin, les présentations du compte de résultat (*Income Statement*) proposées dans les pays anglophones ne fournissent pas la mesure de tels indicateurs monétaires ; mais les tableaux de flux financiers (*Cash flow statement* ou *Flow of funds statement*) comportent généralement, parmi les ressources ou *sources of funds*, une rubrique qui mesure un surplus monétaire global (*Funds from operations*).

Le tableau suivant présente une récapitulation de l'ensemble de ces indicateurs en soulignant les analogies observables quant à leur principe de calcul, même lorsque des différences techniques notables persistent¹.

1. L'étude de Louis-Marie Djambou propose une comparaison technique détaillée des indicateurs respectivement proposés par le PCG français de 1982 et par le plan comptable OCAM.

Figure 10 – Une synthèse relative aux indicateurs de résultat

Type d'indicateurs	Plan comptable général français	Plan comptable OCAM	États comptables des pays anglophones
Indicateurs relatifs – à l' exploitation – aux opérations financières – aux opérations exceptionnelles – à l' activité globale • avant impôt • après impôt	<ul style="list-style-type: none"> • Marge • Valeur ajoutée • Résultat d'exploitation • Résultat financier • Résultat exceptionnel • Résultat 	<ul style="list-style-type: none"> • Marge brute • Valeur ajoutée • Résultat d'exploitation • Résultat hors exploitation • Résultat de cession d'éléments d'actif immobilisé • Résultat net avant impôt sur le résultat • Résultat net de la période 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Gross margin</i> • <i>Net operating Income (NOI) ou Earnings before Interest and tax (EBIT)</i> • <i>Earnings before tax (EBT)</i> • <i>Net Income (NI)</i>
Indicateurs monétaires relatifs – à l' exploitation – à l' activité globale	<ul style="list-style-type: none"> • Excédent brut d'exploitation (EBE) (*) • Capacité d'autofinancement (CAF) (**) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ressources de gestion (PCG zaïrois) 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Funds from operations (***)</i>

(*) prévu dans le tableau des soldes intermédiaires de gestion (TSIG)

(**) prévu dans le tableau de la CAF

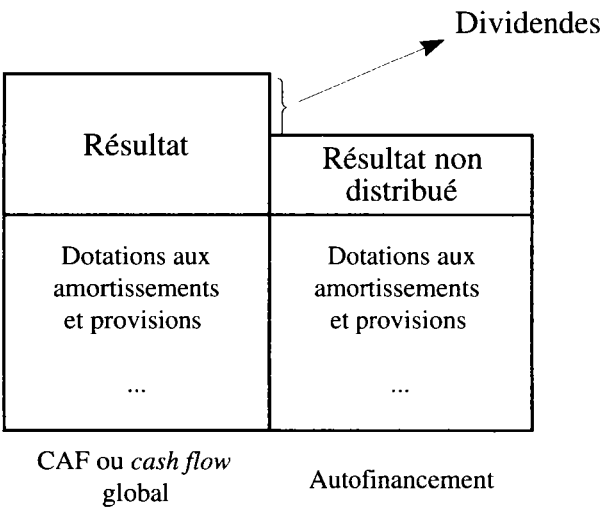
(***) prévu dans le *Flow of Funds Statement*.

2 – Résultats, capacité de financement et liquidités de l'entreprise

Les résultats de l'entreprise peuvent constituer une source de fonds dans la mesure où les gains éventuels viennent augmenter son potentiel de financement. En effet, ces gains constituent une richesse additionnelle qui peut être conservée au sein de l'entreprise pour lui permettre de financer son développement futur. Bien sûr, leur contribution soulève un problème complexe d'évaluation compte tenu de la pluralité des indicateurs disponibles. Pourtant, **trois niveaux d'analyse** peuvent être clairement définis dans le prolongement des discussions qui précèdent.

À un premier niveau, le **résultat de l'exercice** (PCG français) ou le résultat net de la période à affecter (compte 870 du plan OCAM) constituent certainement une ressource que l'entreprise pourrait conserver en totalité ou en partie, après déduction des dividendes et autres distributions prélevées sur ce résultat. La part non distribuée du bénéfice constituerait alors une source de financement propre ou un élément de l'autofinancement secrété par l'activité même de l'entreprise. Cependant, **le résultat ne fournit qu'une évaluation partielle de la capacité d'autofinancement** en ce qu'il ne tient compte que de l'accroissement de richesse nette (Produits - Charges) obtenu au terme de la période.

Au contraire, **les notions de surplus monétaire** proposées en deuxième lieu fournissent une indication beaucoup plus satisfaisante à propos des capacités financières de la période. Cette appréciation se justifie, que l'on mesure **un surplus d'exploitation** tel que l'EBE, ou **un surplus global** (CAF du PCG français, Ressources de gestion du PCG zaïrois, Funds from Operations des comptes de flux anglo-saxons ...). En effet, ces surplus correspondent à un excédent des produits monétaires (susceptibles d'être encaissés) sur les charges monétaires (susceptibles d'être décaissées) et apparaissent donc comme des **surplus monétaires potentiels**, c'est-à-dire comme des **sources additionnelles de fonds** susceptibles d'être affectés à l'autofinancement du développement futur de l'entreprise. La prise en compte des prélèvements opérés au titre des distributions permet d'ailleurs de passer simplement de la capacité d'autofinancement (CAF) à l'autofinancement effectif.



Enfin, à un troisième niveau, il est aisé de dégager l'incidence de ces surplus monétaires sur l'équilibre financier en tenant compte des effets contradictoires que l'activité exerce sur la trésorerie. D'une part, l'activité entraîne **la formation de ressources d'autofinancement** qui correspondent à des apports potentiels de liquidités pour l'entreprise. Mais, d'autre part, l'activité induit des **besoins de financement additionnels** qui pèsent sur la trésorerie et qui seront présentés (Chapitres 5 et 6) comme constituant le besoin en fonds de roulement. Sous réserve d'une justification détaillée qui sera apportée au terme du Chapitre 6, on peut d'ores et déjà poser le principe de la relation entre surplus monétaire et apport de liquidités nouvelles à l'entreprise :

$\begin{aligned} &\text{Capacité d'autofinancement (CAF)} \\ &- \text{Variation des besoins en fonds de roulement } (\Delta \text{ BFR}) \\ \hline &= \text{Excédent de trésorerie globale} \end{aligned}$
--

SECTION 2 – L'APPRÉCIATION DES PERFORMANCES

A – LES RATIOS RELATIFS AUX PERFORMANCES

Grâce à l'étude de rapports significatifs entre des grandeurs extraites des états financiers, la méthode des ratios fournit une démarche simple permettant d'apprécier les performances d'une entreprise. Cette appréciation s'opère généralement sur la base d'une comparaison entre les ratios calculés sur l'entreprise et des ratios de référence traduisant **des normes significatives, internes ou externes**.

Lorsque la confrontation est conduite **par rapport à des normes internes**, elle s'inscrit souvent dans une démarche historique et effectue une comparaison entre valeurs présentes et valeurs passées, afin d'identifier et de justifier les évolutions affectant les performances. Mais elle peut également s'insérer dans une perspective de gestion prévisionnelle et effectuer une comparaison des valeurs de ratios effectivement observées par rapport aux valeurs qui avaient été fixées comme objectifs à l'entreprise par ses dirigeants.

Lorsque l'analyse comporte une comparaison avec des normes externes, les ratios de performance calculés pour une entreprise peuvent être rapportés à ceux calculés pour des « entreprises témoins » par rapport auxquelles on souhaite se situer. Dans ce cas, on choisira par exemple des entreprises « leaders » sur un marché ou des entreprises réputées pour la qualité de leur gestion. Les références externes peuvent être également statistiques : l'entreprise compare alors « ses » ratios à ceux calculés pour l'ensemble des entreprises ou pour celles qui exercent la même activité.

1 – Les ratios relatifs à la capacité bénéficiaire de l'entreprise

a) Capacité bénéficiaire et ratios de marge

Le tableau suivant (figure 11) présente une première série de ratios qui comparent

- un indicateur de résultat
- le flux global d'activité (généralement mesuré par le chiffre d'affaires ou les ventes hors taxes). Ces ratios fournissent une indication sur l'efficacité que l'entreprise manifeste dans ses activités.

b) Capacité bénéficiaire et rendement des actifs

Outre la capacité de l'entreprise à générer des résultats sur sa production et ses ventes ratios P1 à P4, la méthode des ratios permet d'apprécier son aptitude à utiliser efficacement l'outil économique qui lui est confié, c'est-à-dire ses actifs. C'est pourquoi elle propose une série de ratios de rendement des actifs qui comparent

- un indicateur de résultat et
- les actifs utilisés par l'entreprise.

Figure 11 – Les ratios relatifs aux marges bénéficiaires de l'entreprise

Ratios	Formule de calcul	Signification
P_1	$\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Ventes hors taxes}}$	<ul style="list-style-type: none"> • « Ratio de marge d'exploitation » • Traduit l'efficacité de l'activité d'exploitation dans ses aspects industriels, administratifs et commerciaux
P_1	$\frac{\text{Marge brute (ou marge commerciale)}}{\text{Ventes hors taxes}}$	<ul style="list-style-type: none"> • « Ratio de marge nette » ou « <i>gross profit margin</i> » • Traduit la politique de marge pratiquée par l'entreprise sur son activité de distribution. L'étude de ce ratio est essentielle pour les entreprises commerciales.
P_2	$\frac{\text{Résultat après impôt}}{\text{Ventes hors taxes}}$	<ul style="list-style-type: none"> • « Ratio de marge nette » ou « <i>profit margin on sales</i> » • Traduit l'efficacité globale de l'entreprise sur l'ensemble de ses activités.
P_3	$\frac{\text{Excédent brut d'exploitation (E.B.E.)}}{\text{Ventes hors taxes}}$	Ce ratio fournit une autre mesure de la marge d'exploitation P_1 , fondée sur un indicateur de résultat plus fiable que le résultat d'exploitation.
P_4	$\frac{\text{Capacité d'autofinancement}}{\text{Ventes hors taxes}}$	Ce ratio fournit une variante du ratio de marge nette, moins sensible que le ratio P_2 à la politique d'amortissement et de provision.

Figure 12 – Les ratios relatifs au rendement des actifs

Ratios	Formule de calcul	Signification
P_5	$\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Actif total}}$	Ce ratio parfois défini dans la littérature anglophone comme le « <i>basic earning power</i> » traduit l'aptitude de l'entreprise à valoriser son « outil de travail » dans le cadre de son activité d'exploitation.
P'_5	$\frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Actifs d'exploitation}}$	Ce ratio fournit une variante de formulation, plus homogène et donc plus précise que P_5 . Malheureusement l'analyste rencontre de fréquentes difficultés pour isoler les actifs d'exploitation parmi l'ensemble des actifs.
P_6	$\frac{\text{Résultat après impôt}}{\text{Actif total}}$	<ul style="list-style-type: none"> • Souvent appelé « Ratio de rendement des actifs » ou « <i>Return on Assets</i> » (ROA), ce ratio fondamental traduit la capacité de l'entreprise à valoriser ses actifs sur l'ensemble de ses activités industrielles, commerciales, financières...

Le rapprochement entre les ratios P_2 et P_6 permet de faire apparaître la notion fondamentale de rotation des actifs (*Asset turnover*) et le ratio P_7 qui l'exprime.

$\frac{\text{Résultat après impôt}}{\text{Ventes hors taxes (P}_2\text{)}} = \frac{\text{Résultat après impôt}}{\text{Actif total (P}_6\text{)}} \times \frac{\text{Actif total}}{\text{Ventes hors taxes (P}_7\text{)}}$

Le ratio P₇ ainsi introduit mesure la rotation des actifs c'est à dire **l'intensité** avec laquelle ces actifs sont ainsi mis en œuvre dans le cadre de l'activité de l'entreprise. La valeur du ratio de marge nette apparaît (P₂) ainsi comme la résultante du rendement des actifs (P₆) et de leur rythme de rotation (P₇).

Application n° 3 – Marge commerciale, rotation des actifs et rentabilité

Les entreprises A et B présentent le même taux de marge. Pourtant, la première atteint une performance meilleure en termes de rendement des actifs (P₆). Mais l'entreprise B compense son handicap sur le rendement grâce à une rotation plus lente de ses actifs (P₇) qui la contraint à mobiliser deux fois plus d'actifs que A pour 1 franc de chiffre d'affaires !

	A	B
Ventes HT	20 000 000	10 000 000
Résultat	500 000	250 000
Actif total	40 000 000	40 000 000
P ₂	2,5 %	2,5 %
P ₆	1,25 %	0,625 %
P ₇	2	4
P ₆ x P ₇ = P ₂	= 2,50 %	= 2,50 %

2 – L'appréciation de la rentabilité du point de vue des propriétaires de l'entreprise

Les actionnaires et, plus généralement, les propriétaires ou associés d'une entreprise ont effectué un apport en capitaux propres Ils se considèrent donc comme des investisseurs ayant effectué dans l'entreprise une mise de fonds dont ils attendent un revenu en retour. Les ratios de rentabilité sont généralement formulés de façon à répondre à leurs préoccupations.

Figure 13 – Les ratios de rentabilité

Ratios	Formule de calcul	Signification
P ₈	$\frac{\text{Bénéfice}}{\text{Nombre d'actions}}$	Bénéfice par action (BPA) ou <i>Earnings per Share</i> (EPS)
P ₉	$\frac{\text{Cours de l'action}}{\text{Bénéfice par action}}$	Multiple cours-bénéfice ou <i>Price-Earnings Ratio</i> (PER) Mesure l'appréciation que le marché boursier formule sur les perspectives bénéficiaires des entreprises cotées. Un multiple élevé signifie que le marché formule des anticipations favorables sur les résultats futurs et est donc disposé à acquitter un prix immédiat élevé par rapport au niveau des bénéfices actuels.
P ₁₀	$\frac{\text{Résultat après impôt}}{\text{Capitaux propres}}$	Ratio de rentabilité des capitaux propres ou <i>Return on Equity</i> (ROE) Ce ratio fournit la mesure la plus classique de la rentabilité financière de l'entreprise, du point de vue des propriétaires qui ont apporté les capitaux propres.
P ₁₁	$\frac{\text{Dividendes par action}}{\text{Cours de l'action}}$	Ratio de rendement (<i>Dividend yield</i>) Ce ratio mesure le rendement effectivement perçu par les associés, compte tenu des dividendes reçus par les associés.

**B – L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE
SUR LES PERFORMANCES : L'EFFET DE LEVIER**

Parmi les facteurs qui déterminent le niveau des performances, on doit mentionner la structure du financement de l'entreprise. Quoique le rôle de cette structure soit complexe et discuté (voir p. 234 à 247), l'analyse de l'effet de levier permet d'en donner une première approche, déjà riche en implications pour l'analyse et la gestion financières.

L'effet de levier financier peut être introduit sur la base d'une schématisation du bilan réduit à trois grandes masses, soit :

- l'actif total (A) et
- le passif (P) qui se répartit en capitaux propres (S) et dettes (D).

On peut alors écrire l'identité évidente : Actif = Passif

(1)

$$A = S + D$$

On suppose que la mise en œuvre des actifs engendre un taux de rendement d'exploitation k tel que :

(2)

$$k = \frac{\text{Résultat d'exploitation}}{\text{Actif total}} = \frac{R_{\text{Exp}}}{A}$$

Si l'entreprise mobilise des actifs d'un montant A , le résultat d'exploitation s'établit au niveau R_{Exp} , tel que :

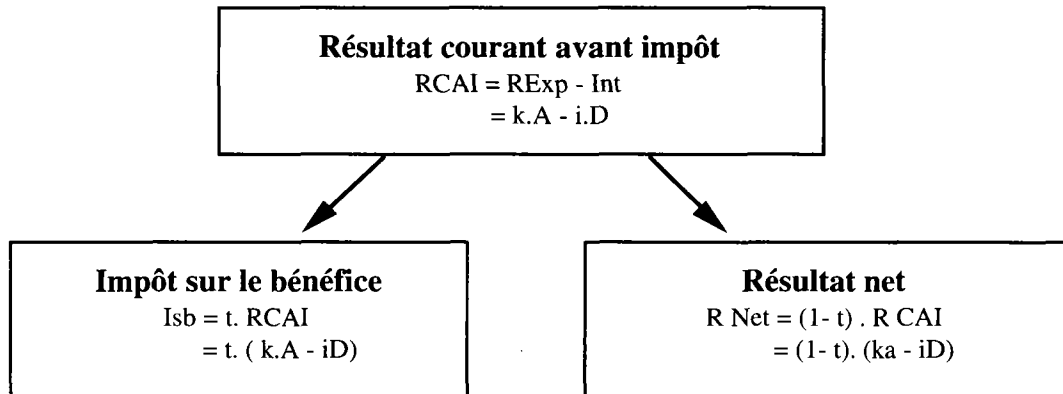
$$(3) \quad R_{Exp} = k.A$$

Sur ce montant R_{Exp} , l'entreprise acquitte des intérêts Int calculés sur la base du taux i appliqué aux dettes D :

$$(4) \quad I_{nt} = i.D$$

Le solde après intérêts correspond à un résultat courant avant impôt R_{CAI} qui, soumis à un taux d'imposition t sera réparti entre l'impôt sur les bénéfices I_{sb} et le résultat net (R_{Net}).

On peut alors formuler le taux r de rentabilité des capitaux propres.



$$(5) \quad \Rightarrow r = \frac{(1 - t) \times [kA - iD]}{S}$$

Or $A = S + D$

On peut donc transformer l'expression (5) comme suit :

$$r = (1 - t) \frac{[kA - iD]}{S}$$

$$(6) \Rightarrow r = (1 - t) \times \left[k \frac{S}{S} + k \frac{D}{S} - i \frac{D}{S} \right]$$

On désigne par L le ratio D/S ou **ratio de levier**, qui traduit la structure financière du passif grâce au rapprochement entre dettes et capitaux propres.

(6) \Rightarrow (7)

$$r = (1 - t) \times [k + (k - i) \cdot L]$$

On constate alors que la rentabilité des capitaux propres est influencée par

- le taux d'imposition t ,
- le rendement des actifs k ,
- le coût des dettes i ,
- le ratio de levier L qui traduit la structure du financement.

La discussion de la relation (7) permet de souligner l'importance du différentiel $(k - i)$ dans la relation entre L et r . Trois cas doivent être différenciés à cet égard.

1.

$$k = i \Rightarrow r = (1 - t) \cdot k$$

Dans le premier cas, le rendement des actifs permet de compenser très précisément le coût des dettes. Les variations de la structure du financement, donc celles du ratio L , n'ont alors aucune incidence sur la rentabilité r . Dans ces conditions, **la structure financière est neutre** quant au dégagement de la rentabilité des capitaux propres.

2.

$$k > i \Rightarrow (k - i) > 0 \Rightarrow r > (1 - t) k$$

Dans ce deuxième cas, le recours à l'endettement permet de dégager un bénéfice additionnel sur chaque franc supplémentaire emprunté. L'augmentation du ratio de levier L permet d'améliorer la rentabilité des capitaux propres. **r est alors une fonction croissante de l'endettement** et l'emprunt exerce une influence bénéfique sur la rentabilité globale.

3.

$$k < i \Rightarrow (k - i) < 0 \Rightarrow r < (1 - t) k$$

Dans le troisième cas, le recours à un franc d'endettement pour financer des actifs supplémentaires secrète un rendement marginal k qui ne suffit pas pour compenser le coût additionnel de la dette i . Dès lors, **l'endettement dégrade la rentabilité des capitaux propres et r est une fonction décroissante de l'endettement**.

En fin de compte, l'analyse de l'effet de levier permet ainsi de souligner que l'endettement peut exercer une influence ambivalente selon le rapport entre coût des dettes (i) et rendement des actifs (k). Bénéfique, si le rendement des actifs est suffisant, l'endettement peut au contraire s'avérer défavorable si son coût n'est pas compensé par des perspectives de rendement suffisantes.

C – L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE DES COÛTS ET L'EFFET DE LEVIER D'EXPLOITATION

La structure des charges et notamment la répartition entre charges fixes et charges variables exerce aussi une influence marquante sur la rentabilité. Elle justifie ainsi la formulation d'un « effet de levier de l'exploitation » ou encore du modèle du « point mort ».

Le résultat d'exploitation est en effet calculé après la prise en compte de deux sous-ensembles de charges :

$$\begin{aligned}\text{Résultat d'exploitation} &= \text{ventes} - \text{charges totales} \\ &= \text{vente} - (\text{charges fixes} + \text{charges variables})\end{aligned}$$

Les charges fixes CF correspondent à des consommations dont l'enveloppe est totalement indépendante du niveau de la production. Elles englobent des charges d'administration, de structure, des charges d'amortissement ...

Les charges variables CV correspondent au contraire à des éléments dont la consommation varie avec le niveau Q de la production : frais de main-d'œuvre directe, matières, fournitures ... Quoique ces charges varient de façon complexe lorsque le niveau de la production varie, on proposera ici une formulation simplifiée selon laquelle les charges variables CV sont strictement proportionnelles aux quantités produites :

$$\boxed{CV = v.Q}$$

Dans ces conditions, les charges totales CT peuvent être exprimées comme suit :

$$CT = CF + CV$$

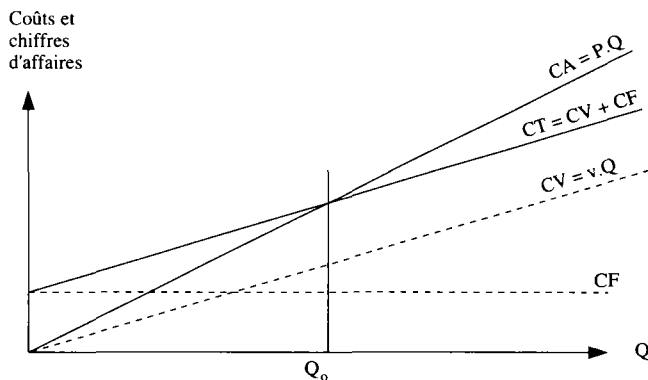
$$\Rightarrow \boxed{CT = CF + v.Q}$$

Quant au chiffre d'affaires CA, il est également proportionnel aux quantités produites si le prix de vente unitaire p reste constant lorsque l'entreprise augmente son offre :

$$\boxed{CA = p.Q}$$

Le chiffre d'affaires et le coût total apparaissant comme deux fonctions de la quantité produite Q , on les représente dans le schéma de la figure 14.

Figure 14 – Représentation graphique du « point mort »



Cette figure 14 permet de mettre en évidence un niveau de production Q_0 tel que le chiffre d'affaires compense strictement de coût total.

Q_0 correspond au « **point mort** », c'est à dire au niveau de production pour lequel l'entreprise ne dégage ni gain ni perte.

Ce **point mort** correspond à un **seuil de rentabilité** dans la mesure où il marque une rupture sur l'intervalle des variations possibles du niveau de la production.

Pour $Q < Q_0$, les coûts dépassent le chiffre d'affaires, l'entreprise subit alors des pertes.

Pour $Q > Q_0$, les coûts sont compensés par des ventes suffisamment élevées pour dégager des bénéfices.

Ainsi Q_0 marque le passage d'une « zone de pertes » à une « zone de gains » ce qui justifie sa caractérisation comme « seuil de rentabilité ».

La justification du point mort peut être recherchée dans la prise en compte des charges fixes et de leurs effets. En effet, les charges fixes doivent être étalées sur l'ensemble de la production. Lorsque le volume de production est réduit, les charges fixes sont réparties sur un nombre de produits encore limité et pèsent donc fortement sur le coût unitaire des produits. Par exemple, les coûts fixes de lancement d'un nouveau modèle dans l'industrie automobile peut excéder 6 milliards de francs français. En conséquence, il est vital pour les constructeurs de parvenir à des niveaux très élevés de production : par exemple, une production de 100 000 unités correspondrait à des coûts fixes unitaires de 60 000 francs et ne permettrait jamais d'éponger les coûts initiaux compte tenu des prix de vente pratiqués sur les marchés ; en revanche, une production de 500 000 ou de 1 000 000 unités permettrait de réduire les coûts fixes unitaires à respectivement 12 000 ou à 6 000 francs. Elle favoriserait donc la conquête par le constructeur d'une position concurrentielle favorable sur le marché.

Dans ces conditions, le modèle du point mort revêt une importance majeure pour évaluer l'incidence sur la rentabilité de l'entreprise d'opérations d'investissement ou de décisions techniques ou commerciales susceptibles d'influer sur le niveau d'activité, la dimension des installations, les capacités de production et de vente, la structure des coûts.

Étude de cas N° 1 – La Société Piram

La Société Piram exerce à la fois une activité industrielle et une activité de distribution d'articles textiles. Elle a réalisé en 1990 un chiffre d'affaires de 1 994 385 705 francs hors taxes, dont 1 129 087 317 sur des ventes de marchandises revendues en l'état et 865 298 388 sur des ventes de produits réalisés ou transformés dans ses propres ateliers.

Ses charges ont, au cours du même exercice, inclus des achats de marchandises pour un montant de 515 890 123 francs et des achats de matières premières et autres éléments consommables pour 242 109 883 francs. Le recours à des prestations de services externes ont coûté 615 254 634. La société a supporté des impôts et taxes de 20 710 738 francs ainsi que des salaires, traitements et charges sociales de 335 804 238 francs.

La charge annuelle relative à l'amortissement des immobilisations s'est montée à 50 716 452 francs alors que les risques de dépréciation ou de perte ont exigé des provisions nouvelles de 3 887 602 francs.

La société a supporté des charges d'exploitation diverses de 1 087 551 francs et dégagé des produits d'exploitation divers pour 6 257 363 francs.

L'activité de l'exercice 1990 a permis de reconstituer les stocks de produits finis (+ 284 905 francs), de matières premières (+ 24 104 096) et de marchandises (+ 19 388 350).

Les opérations de financement ont suscité des charges de 43 954 650 francs au titre des intérêts et des commissions bancaires. Cependant, des excédents de trésorerie momentanés ont pu être placés auprès de la banque sur un dépôt à terme constitué au premier et au troisième trimestres. Ils ont permis de percevoir des intérêts pour 11 430 145 francs.

La société Piram a subi une perte exceptionnelle de 3 842 705 francs. Elle a vendu un entrepôt qu'elle n'utilisait plus depuis la fin de 1989. Cet élément, comptabilisé pour une valeur nette de 12 086 653 francs, a été cédé pour un prix de 2 314 675 francs. Des produits exceptionnels ont été enregistrés pour 1 405 278 francs.

L'impôt sur les bénéfices s'est monté à 74 798 752 francs au titre de 1990.

Travail à effectuer:

Etablir le compte de résultat de l'exercice 1990 pour la Société Piram en adoptant successivement

- *le modèle prévu par le plan comptable général français de 1982, c'est-à-dire le compte de résultat du P C G,*
- *le modèle prévu par le plan comptable de l'OCAM, c'est-à-dire le tableau des soldes caractéristiques de gestion.*

La disparité entre les méthodes d'enregistrement respectivement adoptées par les deux plans comptables ne sera pas prise en compte dans les éléments de corrigé présentés ci-après. En revanche, la comparaison entre ces méthodes pourra faire l'objet d'une discussion complémentaire, prolongeant les indications fournies.



1. – L'identification des flux de charges et de produits

Le tableau ci-contre permet de recenser l'ensemble des flux de produits et de charges induits par l'activité de la Société Piram au cours de l'exercice 1990. Ces flux seront identifiés et classés dans le tableau ci-après selon les critères prévus par le PCG français et par le plan OCAM.

Pour le PCG français, le classement se traduit par la distinction entre trois types de flux.

- **Les produits et charges d'exploitation** correspondent à la création ou à la consommation de richesse, dans le cadre de l'activité courante, c'est-à-dire dans le cadre des activités d'approvisionnement, de transformation et de vente.
- **Les produits et charges financiers** englobent des éléments de résultat liés aux opérations de financement, de placement et de change.
- **Les produits et charges exceptionnels** sont liés à des opérations spéculatives ou à des opérations accidentelles, favorables ou défavorables à l'entreprise.

Pour le plan comptable OCAM, le classement des charges et produits s'effectue selon leur nature.

Nature des flux	Intitulé du P C G français de 1982	Intitulé du P C G O C A M	Montant
1- Produits ou profits			
. Ventes de marchandises	. Ventes de marchandises	. Ventes de marchandises	1 129 087 317
. Ventes de produits	. Production vendue	. Production vendue	865 298 388
. Intérêts procurés par les placements	. Intérêts et charges assimilées	. Intérêts	11 430 145
. Produits divers d'exploitation	. Autres produits	. Produits et profits divers	6 257 363
2 - Charges et pertes			
. Achats de marchandises	. Achats de marchandises	. Coût des stocks vendus (1)	515 890 123
. Achats de matières	. Achats de matières	. Matières et fournitures consommées (1)	242 109 883
. Prestations de services	. Autres achats et charges externes	. Transports et autres services consommés	615 254 634
. Impôts et taxes courants	. Impôts, taxes et versements assimilés	. Impôts et taxes	20 710 738
. Salaires et charges sociales	. Charges de personnel	. Frais de personnel	335 804 238
. Dotations aux amortissements	. Dotations aux amortissements	. Dotations aux amortissements	50 716 452
. Dotations aux provisions	. Dotations aux provisions	. Dotations aux provisions	3 887 602
. Charges diverses d'exploitation	. Autres charges	. Charges et pertes diverses	1 087 551
3 - Variation des stocks			
. Reconstitution du stock de produits	. Variation de stock (1)		284 905
. Reconstitution du stock de marchandises	. Variation de stock (2)		19 388 350
. Reconstitution du stock de matières et fournitures	. Variation de stock (2)		24 104 096
4 - Eléments financiers			
. Intérêts versés	. Intérêts et charges assimilées	. Intérêts	43 954 650
. Intérêts reçus	. Intérêts et produits assimilés	. Intérêts et dividendes reçus	11 430 145
5 - Eléments exceptionnels et Cessions			
. Prix de cession d'éléments immobilisés	. Produits de cession des éléments d'actif immobilisé	. Plus-values de cession(3)	2 314 675
. Valeur comptable des éléments cédés	. Valeur comptable des éléments d'actif cédés	. Moins-values de cession(3)	12 086 653
. Charges exceptionnelles	. Charges exceptionnelles sur opérations de gestion	. Charges et pertes diverses	3 842 705
. Produits exceptionnels	. Produits exceptionnels pures opérations de gestion	. Produits et profits divers	1 405 278

(1) Production stockée = Variation positive du stock de produits finis

(2) Consommations de matières et fournitures = Achats – variation du stock

(3) Plus-values ou moins-values = Prix de cession – valeur comptable des éléments cédés

2. – L'établissement des états de synthèse

a) Le compte de résultat du Plan comptable général français

Charges		Produits	
Charges d'exploitation		Produits d'exploitation	
Achats de marchandises	515 890 123	Ventes de marchandises	1 129 087 317
Variation des stocks	-19 388 350	Production vendue	865 298 388
Achats de matières premières et autres approvisionnements	242 109 883	Sous-total A- Montant net du chiffre d'affaires	1 994 385 705
Variation des stocks	-24 104 096		
Autres achats et charges externes	615 254 634	Production stockée	284 905
Impôts, taxes et versements assi- milés	20 710 738	Autres produits	6 257 363
Charges de personnel	335 804 238		
Dotations aux amortissements	50 716 452		
Dotations aux provisions	3 887 602		
Autres charges	1 087 551		
Total I	1 741 968 775	Total I	2 000 927 973
Quote -part de résultat sur opérations faites en commun		Quote -part de résultat sur opérations faites en commun	
Total II		Total II	
Charges financières		Produits financiers	
Intérêts et charges assimilées	43 954 650	Autres intérêts et produits assimilés	11 430 145
Total III	43 954 650	Total III	11 430 145
Charges exceptionnelles sur opérations de gestion sur opérations en capital	3 842 705 12 086 653	Produits exceptionnels sur opérations de gestion sur opérations en capital	1 405 278 2 314 675
Total IV	15 929 358	Total IV	3 719 953
Impôt sur le bénéfice	74 798 752		
Bénéfice	139 426 536		
TOTAL GÉNÉRAL	2 016 078 071	TOTAL GÉNÉRAL	2 016 078 071

b) Le tableau des soldes caractéristiques de gestion du plan OCAM

Charges et pertes		Produits et profits	
80- Détermination de la marge brute		80- Détermination de la marge brute	
Coût des stocks vendus (1)	496 501 773	Ventes de marchandises	1 129 087 317
Solde : Marge brute	632 585 544		
81 - Détermination de la valeur ajoutée		81 - Détermination de la valeur ajoutée	
Matières et fournitures consommées (2)	218 005 787	Production vendue	865 298 388
Autres services consommés	615 254 634	Production stockée	284 905
Solde: Valeur ajoutée	664 908 416		
82 - Détermination du résultat d'exploitation		82 - Détermination du résultat d'exploitation	
Charges et pertes diverses (3)	4 930 256	Produits et profits divers (4)	7 662 641
Frais de personnel	335 804 238	Subventions	
Impôts et taxes	20 710 738	Intérêts et dividendes reçus	11 430 145
Intérêts	43 954 650		
Dotations aux amortissements	50 716 452		
Dotations aux provisions	3 887 602		
Solde : Résultat d'exploitation	223 997 266		
84 - Détermination des résultats sur cession		84 - Détermination des résultats sur cession	
Valeur d'entrée des éléments cédés	12 086 653	Prix de cession	2 314 675
		Solde: Moins-values de cession	9 771 978
85 - Détermination du résultat avant impôt		85 - Détermination du résultat avant impôt	
Moins-value de cession	9 771 978	Résultat d'exploitation	223 997 266
Solde: Résultat net avant impôt	214 225 288		
86 - Détermination de l'impôt sur le résultat		86 - Détermination de l'impôt sur le résultat	
	74 798 752		
87 - Détermination du résultat net de la période à affecter		87 - Détermination du résultat net de la période à affecter	
	139 426 536		
TOTAL GÉNÉRAL (5)	2 016 078 071	TOTAL GÉNÉRAL (5)	2 016 078 071

(1) Coût des stocks vendus = Achats – Variation des stocks = 515 890 123 – 19 388 350

(2) Matières et fournitures consommées = Achats – variation des stocks = 242 109 883 – 24 104 096

(3) 1 087 551 + 3 842 705

(4) = 6 257 363 + 1 405 278

(5) Les montants en italique ne sont pas pris en compte dans la détermination du total général

Chapitre 5

L'analyse financière du bilan

*L'étude financière du bilan constitue l'aspect essentiel de « l'analyse financière statique ». Elle repose sur l'examen d'un état comptable (le bilan) établi principalement sur la base d'une **normalisation**. Cette normalisation, qu'elle soit d'origine nationale ou internationale, implique des contraintes formelles qui affectent parfois la signification économique et financière du bilan. Elle présente en revanche l'avantage de fournir un matériau informatif relativement uniforme, sur lequel les analystes financiers peuvent mettre en œuvre des principes d'analyse généraux et grâce auxquels ils peuvent établir des comparaisons significatives (Section 1).*

*Une première méthode d'étude du bilan consiste à mettre en évidence de « grandes masses » regroupant les postes en sous-ensembles significatifs. Elle conduit à **une représentation synthétique du bilan** qui permet de dégager et de calculer les notions fondamentales de fonds de roulement, besoin en fonds de roulement et trésorerie (Section 2).*

*La confrontation entre grandes masses du bilan permet par la suite de formuler la **relation fondamentale de trésorerie** qui résume les ajustements financiers fondamentaux sur lesquels repose le fonctionnement de l'entreprise, à court comme à moyen et long terme (Section 3).*

*Enfin, **la méthode des ratios** apporte des indications complémentaires, plus analytiques, qui permettent d'approfondir et de préciser celles fournies par l'approche synthétique du bilan (Section 4).*

SECTION 1 – STRUCTURE COMPTABLE ET APPROCHE FINANCIÈRE DU BILAN

Le bilan est établi selon des présentations qui diffèrent selon les pays ou les périodes. Pourtant, quelle qu'en soit la présentation, cet état comptable obéit à des principes généraux de construction qui en font un support privilégié de l'analyse financière de l'entreprise.

A – DE L'APPROCHE JURIDIQUE À L'APPROCHE FINANCIÈRE DU BILAN

Le bilan constitue **la représentation du patrimoine** d'un agent économique : entreprise individuelle, société, association, coopérative... En ce sens, il constitue toujours la

modélisation du concept juridique de patrimoine, quelles que soient les conventions formelles qui président à sa présentation. Mais cette modélisation se prête à une approche analytique qui permet de faire apparaître les caractéristiques majeures de la structure financière.

1 – Le bilan et le concept juridique du patrimoine

Pour une entreprise ou pour un autre agent économique, le patrimoine constitue un ensemble de droits et d'engagements recensés à une date donnée. Dans sa traduction comptable du patrimoine, le bilan récapitule les droits à l'actif et les engagements au passif.

a) Les droits patrimoniaux

Les droits patrimoniaux confèrent à leur bénéficiaire un pouvoir sur des choses (droits de propriété) ou la possibilité d'obtenir des prestations d'une autre personne (droits de créance). Le bilan les récapitule à l'actif sur la base d'une évaluation monétaire de chaque composante.

En effet, **les droits de propriété** confèrent à leur titulaire la possibilité d'utiliser un objet (*usus*) à des fins de consommation ou de production ; ils lui permettent aussi de le faire fructifier pour en retirer un revenu (*usus fructus*) ; ils lui ménagent enfin la possibilité de céder cet objet à autrui.

En général une entreprise détient de tels droits de propriété sur un ensemble varié d'objets. Certains portent sur des **biens matériels** tels que les terrains, les immeubles, les stocks de marchandises, de matières ou de produits finis. Mais **certaines objets immatériels** peuvent également représenter des droits de propriété d'importance majeure ; c'est le cas pour le fonds de commerce, le droit au bail, les brevets, les licences et autres éléments incorporels.

En second lieu, les droits patrimoniaux englobent des **droits de créance**, c'est-à-dire des droits sur des tiers. Ils correspondent à des engagements contractés par certains partenaires (débiteurs) au bénéfice de l'entreprise. Ainsi, les clients auxquels des délais de paiement ont été accordés ont pris l'engagement de régler une somme déterminée, à une date convenue à l'avance. De même, les bénéficiaires d'un prêt se reconnaissent débiteurs de l'entreprise et s'engagent à lui verser à l'avenir le montant du capital et des intérêts prévus. Les comptes de clients et de débiteurs de l'actif par exemple, enregistrent de telles créances, détenues à la date d'arrêté du bilan.

b) Les engagements patrimoniaux

Les engagements patrimoniaux correspondent à des obligations que l'entreprise doit se reconnaître à une date donnée. Ils sont recensés au passif du bilan. Ces engagements peuvent être différenciés à raison de **leur origine**. Les uns constituent en effet la conséquence d'une **décision volontaire** alors que les autres correspondent à des **obligations imposées à l'entreprise**. Ainsi, lorsque l'entreprise contracte un emprunt ou lorsqu'elle sollicite un délai de paiement auprès d'un fournisseur, elle prend des engagements librement souscrits, qui se traduiront par l'inscription de dettes au passif. En revanche, lorsque l'entreprise est soumise à l'impôt, la dette fiscale qui apparaît à son passif ne résulte pas d'un engagement volontaire mais d'un prélèvement obligatoire qui s'impose à elle.

Les engagements recensés au passif peuvent être également différenciés à raison de **leurs effets**.

Les uns correspondent à des **dettes** ; ils impliquent généralement pour l'entreprise l'obligation de verser une rémunération (notamment sous forme d'intérêts) et de procéder à un remboursement selon des modalités et à une échéance convenues d'avance.

Les autres engagements correspondent à des « **capitaux propres** » ou à des éléments qui peuvent s'y rattacher. Ces engagements sont contractés à l'égard des propriétaires de l'entreprise en contrepartie des apports qu'ils ont consentis, soit à l'occasion d'une augmentation de capital, soit en acceptant de maintenir des bénéfices non distribués. Les « capitaux propres » mesurent donc la valeur du droit que les propriétaires détiennent sur l'entreprise. Ils ne traduisent pour cette dernière aucune obligation de remboursement : les propriétaires ne bénéficient d'aucune garantie ferme leur assurant la « récupération » du montant de ces capitaux propres, ni d'aucune certitude quant à la date d'une éventuelle récupération. De même, l'entreprise ne contracte aucune obligation quant à la rémunération à verser à ses propriétaires.

Les engagements de rémunération et de remboursement pris à l'égard des propriétaires peuvent ainsi apparaître particulièrement flous. Le risque qui découle de cette indétermination est néanmoins compensé par trois avantages majeurs. En premier lieu, les propriétaires n'ont aucune rémunération garantie mais, si l'entreprise dégage de bons résultats, leurs dividendes ne sont pas, non plus, soumis à une limite supérieure ; en contrepartie du risque de non-distribution dans l'hypothèse où de mauvais résultats seraient dégagés, ils peuvent ainsi espérer « accompagner » sans restriction les gains de l'entreprise, si l'évolution de celle-ci est favorable. En deuxième lieu, l'enrichissement de l'entreprise augmente la valeur des capitaux « propres », donc la richesse que les propriétaires détiennent dans l'entreprise, même si aucune date précise ne peut être envisagée pour sa récupération. En troisième lieu, les propriétaires bénéficient du droit de participer aux décisions majeures concernant la vie de l'entreprise, et notamment à celles relatives à la désignation de ses dirigeants effectifs.

2 – L'approche financière du bilan

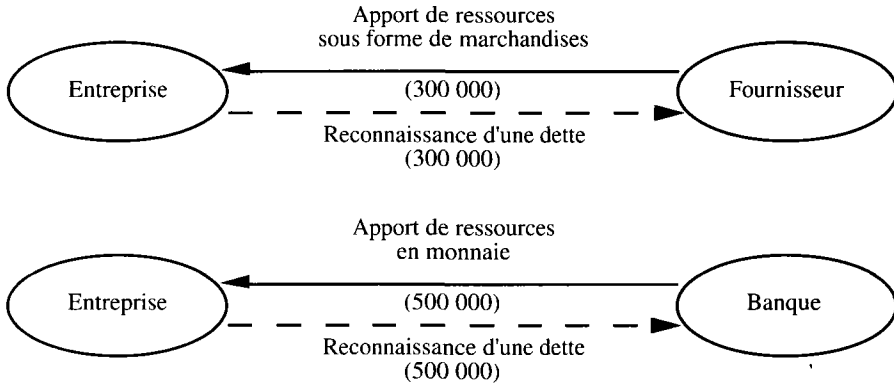
L'approche juridique du bilan permet d'insister sur l'opposition entre droits et obligations qui sous-tend l'opposition entre actif et passif. L'approche financière permet à son tour d'introduire la référence à la relation entre les sources des fonds (ressources) réunis par l'entreprise et les emplois auxquels ces fonds sont alloués.

a) Le passif du bilan : engagements patrimoniaux et sources de financement

Dans une perspective juridique, on a relevé que le bilan recense les engagements contractés par l'entreprise. Mais, dans la plupart des cas, ces engagements ne sont que la contrepartie d'apports reçus, soit en monnaie, soit en nature. En ce sens, le passif apparaît à la fois comme la récapitulation des engagements contractés (optique juridique), et comme l'inventaire des apports de fonds ou sources de financement reçus par l'entreprise (optique financière).

Ainsi, lorsqu'un fournisseur accepte d'effectuer une livraison de marchandises ou de matières premières pour un montant de 300 000 francs en accordant un délai de paiement,

on peut aussi bien relever l'engagement nouveau qui apparaît à la charge de l'entreprise (optique juridique), que l'apport de ressources requises pour son activité (optique financière).

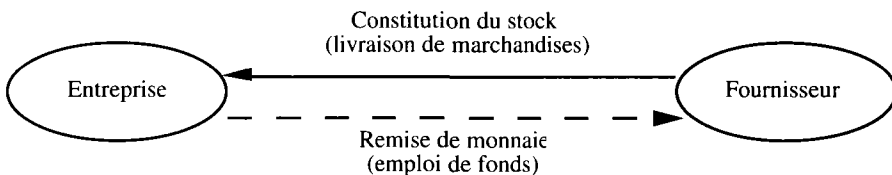


De même, lorsque la banque accepte d'avancer 500 000 francs à titre de facilité de caisse, on peut aussi bien relever **l'incidence financière** de cette opération (l'apport de fonds supplémentaires, c'est-à-dire une ressource additionnelle), que ses **effets juridiques** (la constitution d'une nouvelle dette de l'entreprise à l'égard de son banquier).

b) L'actif du bilan : droits patrimoniaux et emplois de fonds.

Quant à l'actif du bilan, il recense les droits de propriété et de créance **détenus** par l'entreprise à une date donnée. Mais ces droits ont été **nécessairement acquis** à une date antérieure : leur acquisition a alors exigé une remise de monnaie, c'est à dire un **emploi de fonds**.

Ainsi, lorsqu'une entreprise détient des marchandises en stock, elle a dû nécessairement employer des fonds pour constituer ce stock ; elle a, par exemple, réglé au comptant le montant des marchandises acquises, employant des fonds pour augmenter son stock.



De même, une entreprise ne peut détenir un droit de propriété sur un immeuble que si elle l'a précédemment acquis ou fait construire ; elle aura donc effectué une mise de fonds (ou un emploi) pour acquérir ce droit.

De façon générale, tout élément inscrit à l'actif du bilan correspond à la fois à l'expression d'un droit patrimonial (optique juridique) et à la traduction d'un emploi de fonds consenti pour acquérir ce droit (optique financière).

Figure 1 – Les approches majeures du bilan

Approche analytique	Les éléments du patrimoine	
Approche comptable	Actif	Passif
Approche juridique	Droits <ul style="list-style-type: none">• de propriété• de créance	Engagements à l'égard <ul style="list-style-type: none">• des propriétaires (« capitaux propres »)• des tiers (dettes)
Approche financière	Utilisation des fonds confiés à l'entreprise ou Emplois	Sources de fonds confiés à l'entreprise ou Ressources

3 – L'équilibre du bilan et sa signification

a) L'égalité entre les montants de l'actif et du passif

Le maintien d'une égalité entre les montants totaux inscrits à l'actif et au passif constitue une règle qui doit être strictement respectée lors de l'établissement du bilan. Cette règle est souvent présentée comme l'expression des conventions comptables et des options techniques qui président à la confection de cet état. En fait, elle traduit le **principe financier fondamental** qui sous-tend la constitution du patrimoine d'une entreprise ou de toute autre entité économique.

L'équilibre du bilan peut en effet être justifié d'un point de vue financier, grâce à deux formulations complémentaires.

Dans une première formulation, on peut relever que, si le passif recense **les sources** des fonds rassemblés par l'entreprise, l'actif recense **les emplois**, auxquels ces fonds sont affectés. Aucune ressource ne peut dès lors rester sans emploi. Inversement aucun emploi n'est possible s'il n'est pas appuyé sur une source de fonds. Dans ces conditions, l'égalité entre le montant de l'actif et celui du passif ne fait que traduire l'égalité nécessaire entre le montant des financements obtenus par l'entreprise et celui des emplois qu'ils permettent de réaliser.

Dans une deuxième formulation, on peut observer que le montant total **du bilan** correspond à celui de **l'enveloppe globale de fonds** que l'entreprise a obtenue, grâce aux apports de ses propriétaires et d'autres partenaires créditeurs, (fournisseurs, banquiers, pouvoirs publics...). Cette même enveloppe se trouve présentée au bilan selon **deux classifications distinctes**, mais complémentaires. Le passif propose une classification de cette enveloppe selon l'origine ou la source des fonds ; quant à l'actif, il présente une ventilation de la même enveloppe **selon les destinations ou les emplois des fonds**. Ainsi, l'actif et le passif ne proposent que deux points de vue différents sur **la même masse globale** : l'enveloppe de fonds confiée à l'entreprise. Dès lors, l'égalité des montants globaux figurant à l'actif et au passif est nécessaire, non pour des raisons techniques ou conventionnelles, mais parce qu'elle traduit **une identité fondamentale** entre l'actif et le passif qui ne sont que deux présentations différentes de la même grandeur économique.

b) La prise en compte du résultat

À la fin de chaque exercice comptable, l'entreprise dégage un résultat qui apparaît comme la sanction globale de son activité. L'incidence de ce résultat sur le bilan peut être mise en évidence selon son signe.

Si le résultat correspond à un **bénéfice**, c'est que l'activité de la période écoulée se trouve sanctionnée de façon favorable. Les produits ayant excédé les charges, l'entreprise a créé une richesse supplémentaire qui constitue une source de fonds additionnels : le bénéfice apparaît alors comme une ressource qui vient augmenter le passif de l'entreprise.

Si le résultat correspond à une **perte**, c'est que l'entreprise a consommé des charges qui excèdent ses produits. Elle a donc détruit de la richesse : elle a employé des fonds de façon stérile. Dans ces conditions, la perte peut faire l'objet de deux inscriptions théoriquement équivalentes dans le bilan. Elle peut être soustraite au passif puisqu'elle signale une destruction de ressources ; c'est l'option retenue par le plan comptable de l'OCAM et par le plan comptable général français de 1982 actuellement en vigueur. Mais elle pourrait être également considérée comme un emploi de fonds (certes inopportun) et être alors inscrite positivement à l'actif ; c'est l'option jadis retenue par le plan comptable français de 1947-1957, en vigueur jusqu'en 1983.

Figure 2 – Inscription du résultat dans le bilan avant affectation

Cas n° 1 - Bénéfice :

Principe : Dégagement d'une ressource additionnelle qui augmente le passif.

a - La solution du Plan Comptable OCAM		b - La solution du PCG français	
	Capitaux Propres 24 000 000		Capitaux Propres 24 000 000 + 4 000 000
	Dettes 32 000 000		Dettes 32 000 000
	Bénéfice 4 000 000		
Total actif 60 000 000	Total passif 60 000 000	Total actif 60 000 000	Total passif 60 000 000

Cas n° 2 - Perte

Principe : Destruction d'une ressource propre ou emplois de fonds à un usage stérile.

a - Solution du plan comptable OCAM		b - Solution du PCG français de 1982		c - Solution de l'ancien PCG français	
	Capitaux Propres 20 000 000 ----- Dettes 30 000 000 ----- Résultat - 2 000 000		Capitaux Propres 20 000 000 - 2 000 000 ----- Dettes 30 000 000		Capitaux Propres 20 000 000 ----- Actifs ----- 48 000 000 ----- Résultat 2 000 000
Total actif 48 000 000	Total passif 48 000 000	Total actif 48 000 000	Total passif 48 000 000	Total actif 50 000 000	Total passif 50 000 000

On remarque cependant que le résultat reste sans effet sur les dettes : les créanciers de l'entreprise n'ont aucun droit sur un bénéfice éventuel, mais n'ont aucune raison de pâtir d'une perte éventuelle. L'incidence du résultat est limitée aux capitaux propres.

On remarque en outre que le bilan fait l'objet de deux présentations successives. Dans sa **présentation avant affectation**, le résultat apparaît selon l'une des modalités reprises dans la figure 2. Dans la **présentation après affectation**, le résultat n'apparaît plus puisqu'il a été ventilé entre les différents comptes correspondant à ses affectations ou destinations. S'il s'agit d'un bénéfice, le résultat aura été ainsi viré en capitaux propres (pour la partie non distribuée qui demeure à la disposition de l'entreprise) et en dettes (pour la partie destinée à être distribuée et donc exigible à court terme par les propriétaires bénéficiaires). S'il s'agit d'une perte, le résultat est déduit des capitaux propres, généralement par soustraction du compte « report à nouveau ».

**B – LES PRÉSENTATIONS NORMALISÉES DU BILAN :
UNE ANALYSE COMPARATIVE**

La formulation de règles générales concernant l'analyse financière du bilan se heurte d'emblée à un problème de méthode. Les modèles retenus pour la présentation et l'établissement du bilan varient en effet d'un pays à l'autre et, dans une certaine mesure, d'une entreprise à l'autre. Dans ces conditions, il est aisé de conclure à l'impossibilité d'énoncer des principes généraux d'analyse du bilan et de limiter les ambitions du diagnostic financier à l'identification de quelques recettes empiriques, adaptées au contexte de chaque pays et de chaque entreprise.

Pourtant, un examen approfondi des présentations normalisées permet d'observer que ces présentations mettent toujours en œuvre des principes communs suffisamment nets pour justifier la formulation de méthodes générales d'analyse financière statique (§ 1). Bien entendu, des différences de présentation demeurent ; mais elles impliquent une simple adaptation des méthodes d'analyse et non la remise en cause de leurs principes mêmes (§ 2).

1 – Les principes communs de présentation

Quels que soient les modèles retenus pour leur élaboration, les bilans sont **toujours** construits sur la base de règles communes de présentation.

En premier lieu, ils font toujours apparaître de façon séparée les **droits patrimoniaux** accumulés par l'entreprise à une date donnée (« actifs » en français, *assets* en anglais) et des **engagements patrimoniaux** contractés à la même date (« passifs » en français, *liabilities and shareholders' equity* ou *claims on assets* en anglais). Cette séparation se traduit le plus souvent par une présentation du bilan sous la forme d'un tableau à deux colonnes reprenant respectivement l'actif et le passif ; on parle alors d'une présentation « en compte ». Dans d'autres cas, l'actif et le passif sont présentés « en liste ». Bien entendu, le montant et la composition détaillée de l'actif et du passif ne sont nullement modifiés, quelle que soit la présentation choisie

Figure 3 – Présentation du bilan « en compte » et « en liste »

Présentation en compte

Actif	Passif
-------	--------

Présentation en liste

Actif
Passif

En deuxième lieu, la structure interne de l'actif et le passif est généralement présentée sur la base d'un **critère de durée**. Les rubriques du bilan sont classées selon un ordre qui tient exclusivement ou principalement compte de la **liquidité** pour les éléments de l'actif et de l'**exigibilité** pour les éléments du passif.

a) Le critère de liquidité et le classement des actifs

La **liquidité d'un actif** traduit son aptitude à être transformée en monnaie, dans des délais plus ou moins rapprochés et dans des conditions normales d'utilisation. La liquidité apparaît ainsi comme une propriété générale concernant chaque actif et reflétant sa « **maturité** ».

Certains actifs sont déjà détenus sous forme de monnaie (par exemple des avoirs sur un compte courant bancaire) ou doivent être transformés en monnaie à court terme (par exemple des créances sur des clients qui doivent régler dans quelques jours, ou des stocks de marchandises destinés à être vendus prochainement). Ces éléments les plus liquides constituent les « actifs circulants » (*current assets*) et correspondent à des rentrées de fonds espérées à court terme.

D'autres actifs sont au contraire destinés à être conservés durablement, dans des conditions normales de fonctionnement de l'entreprise. Cette dernière doit donc considérer ces

actifs comme traduisant des emplois de fonds à moyen ou long terme. C'est pourquoi on peut les considérer comme des « immobilisations » ou des « actifs immobilisés ».

Par convention, on considère le plus souvent que l'opposition entre immobilisations et actifs circulants correspond à l'opposition entre actifs **à plus d'un an** et actifs **à moins d'un an**.

La distinction entre actifs circulants et actifs immobilisés est ainsi liée à l'application d'un critère de **durée** et reflète principalement la « structure à terme » de l'actif. Cependant, les présentations du bilan adoptées par certains pays ou certaines entreprises introduisent des critères complémentaires pour le classement des actifs, ce qui entraîne une différenciation d'ailleurs limitée des modèles de bilan-type.

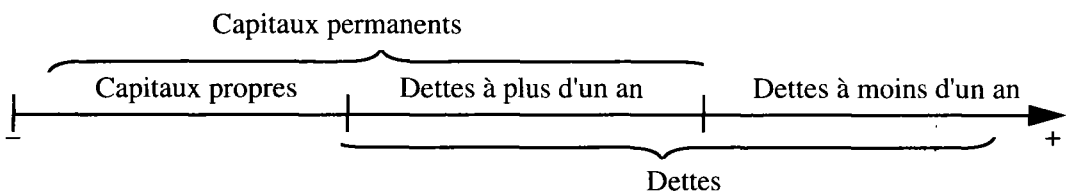
b) Le critère d'exigibilité

L'exigibilité d'un élément du passif traduit la proximité de son échéance, c'est-à-dire le délai au terme duquel il devra être remboursé.

Chaque élément du passif correspond en effet à un engagement. Mais les obligations de règlement ainsi contractées par l'entreprise obligent cette dernière à prévoir des paiements répartis dans le temps, selon des échéances très différenciées. Certains éléments du passif comportent pour l'entreprise une obligation ferme de remboursement (« les dettes ») alors que les autres ne comportent aucune contrainte de remboursement à une échéance déterminée (« capitaux propres »). Par ailleurs, certains éléments du passif sont exigibles à court terme alors que d'autres ne sont exigibles qu'à une échéance éloignée ou indéterminée (« capitaux permanents »).

On considère généralement que la distinction entre éléments exigibles à plus d'un an (« capitaux permanents ») et éléments exigibles à moins d'un an (« dettes à court terme », « engagements à moins d'un an » ...) traduit une caractéristique structurelle majeure des passifs. Elle permet en effet d'apprécier la durée des ressources confiées à l'entreprise et, par conséquent, la stabilité de son financement.

Figure 4 – Classement des éléments du passif sur une échelle d'exigibilité croissante



2 – Les éléments de différenciation entre les modèles de bilan

Les principaux éléments qui permettent de différencier les présentations du bilan retenues dans divers pays ont trait :

- soit à l'ordre de classement des actifs et des passifs,
- soit au mode d'inscription du résultat au bilan,
- soit à des choix techniques de portée plus ponctuelle.

C'est toutefois le premier de ces éléments de différenciation qui paraît soulever les problèmes les plus difficiles, lorsqu'on cherche à établir des analyses financières comparatives entre bilans de sociétés établies dans des pays différents.

En effet, le classement des actifs selon leur liquidité et des passifs selon leur exigibilité constitue une option universelle. Mais cette option est appliquée selon deux modalités distinctes selon les pays.

Une première modalité de présentation consiste à classer les éléments d'actifs dans un ordre de **liquidité croissante** et les éléments du passif dans un ordre **d'exigibilité croissante**. C'est sur cette base que sont établies les présentations normalisées par le Plan Comptable Français (PCG de 1947 et de 1982), le Plan comptable de l'OCAM, les plans comptables belge, allemand...

Figure 5 – Deux exemples de présentation du bilan dans un ordre de liquidité et d'exigibilité croissant

. Exemple 1 - Modèle de bilan du PCG français de 1982.

ACTIF	IMMOBILISATIONS
Immobilisations	Capitaux propres
-----	Provisions pour risques et charges
Actifs circulants	-----
• Stocks	Dettes
• Créances	
• Disponibilités	

. Exemple 2 - Modèle de bilan du Plan comptable OCAM

ACTIF	IMMOBILISATIONS
VALEURS IMMOBILISEES	CAPITAUX À LONG ET MOYEN TERME
. Frais et valeurs incorporelles immo- bilisées	. Capital propre
. Immobilisations corporelles	. Réserves
. Autres valeurs immobilisées	. Report à nouveau
-----	. Subvention d'équipement
Stocks (Valeurs d'exploitation)	. Dettes à long et moyen terme
Valeurs réalisables à court terme et disponibles	. Provisions pour risques et charges

	DETTES À COURT TERME

Une seconde modalité de présentation conduit à classer les éléments d'actif selon un ordre de **liquidité décroissante** et ceux du passif dans un ordre **d'exigibilité décroissante**. C'est cette présentation qui est notamment retenue dans les pays anglo-saxons.

Figure 6 – Présentation du bilan dans un ordre de liquidité et d'exigibilité décroissant

Modèle de bilan d'une société des États-Unis
Balance sheet (Bilan)

ASSETS	LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY
<ul style="list-style-type: none"> - CURRENT ASSETS (Actifs circulants) <ul style="list-style-type: none"> . Cash (Disponibilités) . Marketable securities (Titres négociables) . Accounts receivable (créances réalisables) . Inventory (Stock) . Other current assets (autres actifs circulants) 	<ul style="list-style-type: none"> - CURRENT LIABILITIES (Dettes à court terme)
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/> <ul style="list-style-type: none"> - Net Plant and equipment (Installations et équipement) - Land (Terrains) - Other assets (Autres actifs) 	<hr style="border-top: 1px dashed black;"/> <ul style="list-style-type: none"> - LONG TERME DEBT (Dettes à long terme) - DEFERRED INCOME TAXE (Impôts sur le bénéfice différés) - SHAREHOLDERS' EQUITY (Capitaux propres)
TOTAL ASSETS	TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY

En fin de compte la comparaison entre les deux types de présentation, différenciés selon l'ordre dans lequel sont classés actifs et passifs, révèle les limites de cette différenciation. Cette dernière résulte en effet de l'**application simplement inversée des mêmes critères fondamentaux de classement** des éléments du bilan. Malgré leurs différences de présentation, les bilans établis sur la base de critères homogènes de classement devraient donc relever de principes d'analyses communs.

Annexe 1

MODÈLE DE BILAN EN PLAN OCAM			
ACTIF Frais et valeurs incorporelles immobilisés Immobilisations corporelles Terrains Autres immobilisations corporelles Autres immobilisations corporelles en cours Autres valeurs immobilisées Valeurs d'exploitation Marchandises Matières et fournitures Emballages commerciaux Produits semi-ouvrés Produits finis Produits en cours En cours de route, à réceptionner Valeurs réalisables à court terme et disponibles Fournisseurs – Avances et acomptes versés Clients Personnel État et organismes africains et internationaux Associés Sociétés aparentées Débiteurs divers Comptes de régularisation-Actif Prêts et autres créances... Prêts à moins d'un an Titres à court terme Effets et warrants à recevoir Chèques et coupons à encaisser Banques et chèques postaux Caisse Comptes de régies d'avance TOTAL GÉNÉRAL		PASSIF Capital propre Réserves Report à nouveau Total : Situation nette Subventions d'équipement Dettes à long et moyen terme Emprunts obligations Autres emprunts et dettes à moins d'un an Provisions pour risques et charges Dettes à court terme Fournisseurs Clients – Avances et acomptes reçus Personnel État et organismes africains et internationaux Associés Sociétés apparentées Créditeurs divers Comptes de régularisation-Passif Dettes à L M T à moins d'un an Emprunts à moins d'un an Effets et warrants à payer Banques – Avances reçues à moins d'un an Total Résultat net de la période à affecter TOTAL GÉNÉRAL	

Annexe 2

MODÈLE DE BILAN D'UNE SOCIÉTÉ BELGE			
ACTIF		PASSIF	
ACTIFS IMMOBILISÉS		CAPITAUX PROPRES	
I. Frais d'établissement		I. Capital	
II. Immobilisations incorporelles		II. Primes d'émission	
III. Immobilisations corporelles		III. Plus-values de réévaluation	
IV. Immobilisations financières		IV. Réserves	
A. Entreprises liées		V. Bénéfice reporté/Perte reportée	
B. Autres entreprises avec lesquelles il existe un lien de participation		VI. Subsidés en capital	
C. Autres immobilisations financières		PROVISIONS POUR RISQUES ET CHARGES	
		VII. Provisions pour risques et charges	
ACTIFS CIRCULANTS		DETTES	
V. Créances à plus d'un an		VIII. Dettes à plus d'un an	
A. Créances commerciales		A. Dettes financières	
B. Autres créances		B. Dettes commerciales	
VI. Stocks et commandes en cours d'exécution		C. Acomptes reçus sur commandes	
VII. Créances à un an au plus		D. Autres dettes	
VIII. Placements de trésorerie		IX. Dettes à un an au plus	
Actions propres		A. Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	
Autres		B. Dettes financières	
IX. Valeurs disponibles		C. Dettes commerciales	
X. Comptes de régularisation		D. Acomptes reçus sur commandes	
		E. Dettes fiscales, salariales et sociales	
		F. Autres dettes	
		X. Comptes de régularisation	
TOTAL DE L'ACTIF		TOTAL DU PASSIF	

Annexe 3

MODÈLE DE BILAN D'UNE SOCIÉTÉ CANADIENNE			
ASSETS		CLAIMS ON ASSETS	
Cash		Accounts payable	
Marketable securities		Notes payable	
Accounts receivable		Accrued wages	
Inventories		Accrued income taxes	
Total current assets		Total current liabilities	
Gross plant and equipment		First mortgage bonds	
Less depreciation		Debentures	
Net plant and equipment		Total long terme debt	
		Shareholders' equity	
		Preferred shares	
		Common shares	
		Retained earnings	
		Total shareholders' equity	
TOTAL ASSETS		TOTAL CLAIMS ON ASSETS	

Annexe 4

MODÈLE DE BILAN D'UNE SOCIÉTÉ DES ÉTATS-UNIS			
ASSETS		LIABILITIES AND SHAREHODERS' EQUITY	
Current assets		Current liabilities	
Cash		Accounts payable	
Marketable securities		Accrued liabilities	
Accounts receivable		Total current liabilities	
Inventory			
Other current assets		Long terme debt	
Total current assets		Deferred income taxes	
Net plant and equipment		Shareholders' equity	
Land		Preferred stock	
Other assets		Common stock	
		Capital surplus	
		Retained earnings	
		Total shareholders' equity	
TOTAL ASSETS		TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY	

SECTION 2 – LE FONDS DE ROULEMENT

A – DÉFINITIONS

La notion de fonds de roulement a donné lieu à de multiples formulations. Cependant, deux de ces formulations présentent un intérêt particulier et méritent d'apparaître comme des concepts fondamentaux de l'analyse financière. Il s'agit de la notion de **fonds de roulement net ou permanent** d'une part, de la notion de **fonds de roulement propre** d'autre part.

1 – Le fonds de roulement net ou permanent (FRN)

a) La réduction du bilan en « grandes masses »

Pour permettre la formulation et le calcul du FRN, le bilan doit être organisé en *grandes masses* regroupant les éléments de l'actif et du passif sur la base d'un critère de durée.

À cette fin, il convient donc de répartir les actifs en *actifs immobilisés* liquides seulement à plus d'un an et en *actifs circulants* susceptibles d'être transformés en monnaie, dans des conditions normales, à moins d'un an.

Quant aux éléments du passif, ils doivent être ventilés en *capitaux permanents* et *dettes à court terme*. Les capitaux permanents regroupent les capitaux propres, les dettes et l'ensemble des ressources qui sont exigibles seulement à plus d'un an et présentent donc un caractère durable pour l'entreprise. Les dettes à court terme correspondent à des ressources instables puisqu'elles sont exigibles à moins d'un an et imposent donc un remboursement (ou un renouvellement) à brève échéance qui met à l'épreuve la solvabilité de l'entreprise.

Figure 7 – La réduction du bilan en « grandes masses »

Bilan en fin d'exercice

Actifs immobilisés (à plus d'un an)	Capitaux permanents (à plus d'un an) . Capitaux propres . Subventions pour investissement . Provisions pour risques et charges (à plus d'un an) . Dettes à plus d'un an
Actifs circulants (à moins d'un an)	Dettes à court terme (à moins d'un an)

b) La formulation du FRN

La notion de FRN peut être définie grâce à deux formulations équivalentes qui traduisent respectivement une approche « par le haut du bilan » (1) et une approche « par le bas du bilan » (2).

Fonds de roulement net ou permanent

(1)

$$\text{FRN} = \text{Capitaux permanents} - \text{Actifs Immobilisés}$$

(2)

$$\text{FRN} = \text{Actifs circulants} - \text{Dettes à court terme}$$

Le schéma de la figure 8 permet de traduire visuellement le montant du FRN à partir d'une représentation du bilan réduit en grandes masses.

Figure 8 – La représentation schématique du FRN

Actifs immobilisés	2 164 000	Capitaux permanents	2 389 000
Actifs circulants	3 261 000	Dettes à court terme	3 036 000
Total	5 425 000	Total	5 425 000

D'après les données fournies dans le schéma de la figure 8, on vérifie l'équivalence des deux formulations du FRN.

	Milliers de francs
Capitaux permanents	2 389 000
- Actifs immobilisés	- 2 164 000
= FRN	+ 225 000
Actifs circulants	3 261 000
- Dettes à court terme	- 3 036 000
= FRN	+ 225 000

2 – Le fonds de roulement propre

a) La formulation du fonds de roulement propre

Le fonds de roulement propre présente une utilité analytique nettement plus limitée que celle du fonds de roulement net. Il est cependant assez souvent calculé lorsqu'il s'agit d'apprécier l'autonomie financière d'une entreprise.

Il peut être défini grâce à la formule suivante :

$$\text{FR Propre} = \text{Capitaux propres} - \text{Actifs immobilisés}$$

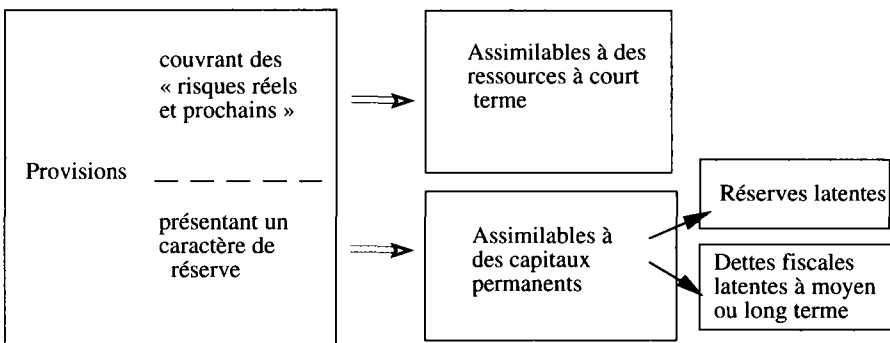
b) L'évaluation des capitaux propres

Le principal problème technique soulevé par cette formule concerne la détermination des capitaux propres. Ceux-ci doivent en effet inclure la **situation nette** après affectation du résultat qui correspond à l'enveloppe des fonds confiés à l'entreprise par ses propriétaires sans limitation de durée. Mais certains analystes considèrent également que les **subventions d'équipement** et les **provisions pour risques et charges** doivent être considérées comme des quasi-fonds propres et donc être prises en compte dans l'application de la formule de calcul du fonds de roulement propre.

Pour **les provisions**, cette solution semble justifiée lorsque la stabilité de leur enveloppe permet de considérer qu'elles ont « un caractère de réserve » et peuvent être assimilées à des capitaux propres. Toutefois, les provisions qui ne couvrent pas un « risque réel et prochain », mais constituent des quasi-réserves, devront subir ultérieurement un impôt. A l'occasion de « reprises », on réintégrera dans l'assiette du bénéfice imposable la part des provisions constituée en excès par rapport aux risques effectivement encourus. L'entreprise supportera alors une dette fiscale. Mais l'échéance de celle-ci intervient en toute hypothèse à plus d'un an. On peut donc considérer que des provisions qui ne couvrent pas strictement des risques réels et prochains (et ne sont donc pas destinées à être « consommées » à court terme) peuvent être traitées comme des capitaux permanents. Si ces principes peuvent faire l'objet de recommandations simples, leur mise en œuvre soulève manifestement de délicats problèmes d'appréciation pour l'analyste financier qui devrait, dans une situation idéale, se poser les questions suivantes :

- *Les provisions sont-elles suffisantes ? Prennent-elles suffisamment en compte les risques encourus ?* Si la réponse à ces deux questions est négative, les comptes de l'entreprise donnent une estimation trop optimiste du patrimoine et des résultats et devraient donc être corrigés.
- *Les provisions ne sont-elles pas surévaluées par rapport aux risques réels et prochains pesant sur l'entreprise ?* Si c'est le cas, une partie de ces provisions présente un caractère de réserve et peut être considérée comme une ressource permanente. Celle-ci englobe alors, d'une part une dette fiscale latente (dûe à l'imposition future des reprises de provisions) et, d'autre part, une réserve latente (montant après impôt de l'excès de provisions).

Figure 9 – Schéma d'analyse des provisions



Dans la pratique, l'analyste financier extérieur à une entreprise peut rencontrer d'insurmontables difficultés pour traiter de façon aussi précise l'ensemble des provisions et doit alors se résigner à adopter des solutions qui restent accessibles, même si elles sont approximatives ou simplistes.

- Une solution parfois pratiquée consiste à appliquer de façon radicale le principe de prudence et à considérer que toutes les provisions couvrent des risques réels et prochains : elles doivent alors être englobées dans les dettes à court terme.
- Une deuxième solution apparaît plus satisfaisante. Elle procède de l'observation selon laquelle la plupart des entreprises reconstituent d'une année sur l'autre une enveloppe croissante de provisions. Cette enveloppe apparaît donc comme une ressource permanente, même si certaines de ses composantes sont destinées à être « consommées » à court terme.
- Enfin, une solution intermédiaire offre une troisième voie. Elle consiste à adopter une clé de répartition *a priori* en considérant qu'une part des provisions est assimilable à une ressource permanente (par exemple 40 % ou 50 %) alors que le complément est assimilable à une ressource à court terme. Cette solution simple n'a qu'un fondement empirique assez grossier et présente un caractère partiellement arbitraire.

Pour les applications présentées dans la suite de cet ouvrage, on adoptera la seconde de ces trois solutions, sauf lorsque les données précises permettent de justifier clairement le recours à l'une des deux autres voies. Pour **les subventions d'équipement**, elles peuvent être globalement considérées comme constituant des capitaux permanents. Il faut cependant observer que la législation de certains pays les soumet à l'impôt en les inscrivant au compte de résultat comme produits, par « tranches » successives. Ces subventions comportent donc une composante assimilable à une dette fiscale latente dont l'échéance interviendra à long et moyen terme. Quant au reliquat il doit être considéré comme une réserve latente. Pour le calcul du FRN, on peut donc englober l'ensemble de ces subventions dans les capitaux permanents. Pour le calcul du fonds de roulement propre, en revanche, seule la part correspondant à des réserves latentes devrait être incluse dans les capitaux propres ; la fraction correspondant à des dettes fiscales latentes devrait donc en être exclue.

B – L'INTERPRÉTATION DU FONDS DE ROULEMENT

1 – L'interprétation du fonds de roulement net (FRN)

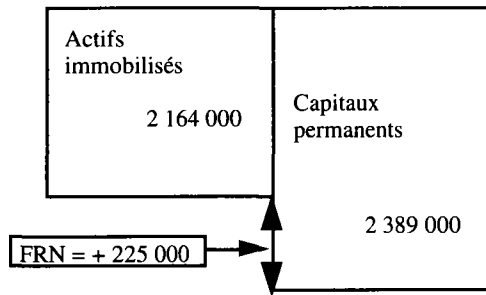
Le FRN donne lieu à deux définitions, qui, bien qu'équivalentes, permettent d'éclairer cette notion sous deux angles distincts.

a) *L'ajustement entre capitaux permanents et actifs immobilisés*

Selon une première formulation, le FRN est défini comme suit :

$$\text{FRN} = \text{Capitaux permanents} - \text{Actifs immobilisés.}$$

Cette formulation met ainsi l'accent sur l'ajustement entre capitaux permanents et actifs immobilisés ainsi que le suggère le schéma ci-dessous établi avec les données chiffrées déjà utilisées au paragraphe précédent.

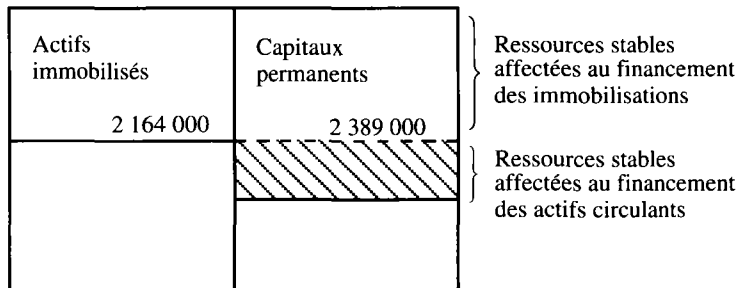


Dans cette perspective, le FRN correspond à l'excédent des capitaux permanents sur les actifs immobilisés. Les ajustements susceptibles d'être établis entre ces deux « masses » correspondent aux trois relations suivantes :

(1)

$\text{Capitaux permanents} > \text{Actifs immobilisés} \Leftrightarrow \text{FRN} > 0$

Si le FRN est positif, c'est que les capitaux permanents permettent de financer l'intégralité des actifs immobilisés et de financer en outre une partie des actifs circulants comme le suggère le schéma suivant :

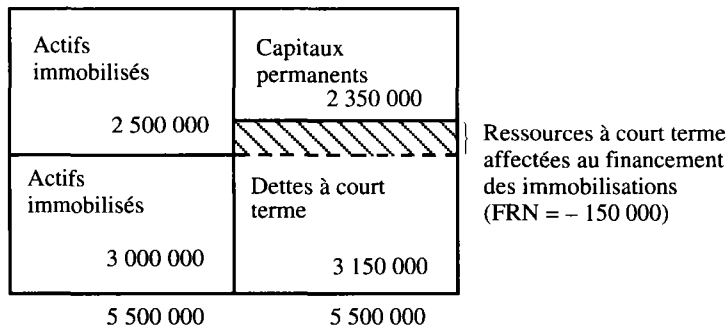


Ainsi, le FRN correspond au montant des capitaux permanents qui permettent de financer les actifs circulants, après financement de l'ensemble des immobilisations.

(2)

$\text{Capitaux permanents} < \text{Actifs immobilisés} \Leftrightarrow \text{FRN} < 0$

Lorsque le FRN est négatif, les capitaux permanents ne représentent pas un montant suffisant pour financer l'intégralité des immobilisations. Celles-ci doivent donc être, pour une part, financées sur ressources à court terme.



(3)

$$\text{Capitaux permanents} = \text{Actifs immobilisés} \Leftrightarrow \text{FRN} = 0$$

Ce troisième type d'ajustement, peu probable, implique une harmonisation totale de la structure des ressources et de celle des emplois.

Actifs immobilisés 2 000 000	Capitaux permanents 2 000 000
Actifs circulants 3 000 000	Dettes à court terme 3 000 000
5 000 000	5 000 000

b) *L'ajustement entre actifs circulants et dettes à court terme.*

Selon la seconde formulation proposée, le FRN peut être également défini grâce à l'expression suivante :

$$\text{FRN} = \text{Actifs circulants} - \text{Dettes à court terme}$$

Cette seconde expression du FRN, même si elle est strictement équivalente à la première, attire l'attention de l'analyste sur l'ajustement entre les « masses » du bas du bilan. Dans cette perspective en effet, le FRN correspond à l'excédent des actifs circulants (ceux qui sont les plus liquides, c'est à dire transformables en monnaie à moins d'un an) sur les dettes à court terme (celles qui sont les plus exigibles, c'est-à-dire celles qui devront être remboursées à moins d'un an). Dès lors, les ajustements possibles correspondent aux trois situations suivantes :

(1)

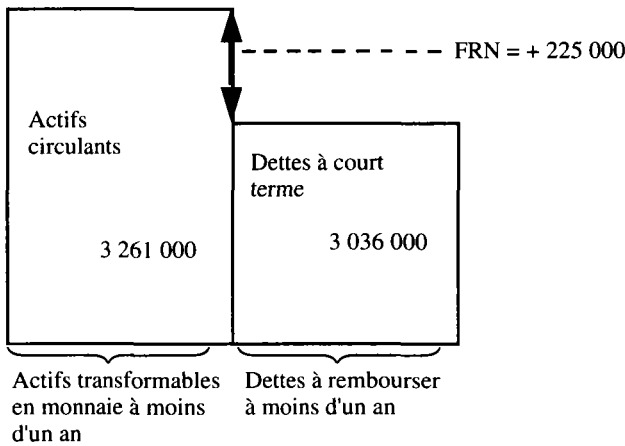
$$\begin{aligned} \text{Actifs circulants} &= \text{Dettes à court terme} \\ \Leftrightarrow \text{Capitaux permanents} &= \text{Actifs immobilisés} \\ \Leftrightarrow \text{FRN} &= 0 \end{aligned}$$

Dans cette première hypothèse, fort peu probable, les actifs circulants « couvrent » strictement les dettes à court terme sans ménager d'excédent de liquidités.

(2)

$$\begin{aligned} \text{Actifs circulants} &> \text{Dettes à court terme} \\ \Leftrightarrow \text{Capitaux permanents} &> \text{Actifs immobilisés} \\ \Leftrightarrow \text{FRN} &> 0 \end{aligned}$$

Cette deuxième situation signifie que les actifs circulants permettent d'espérer des rentrées de monnaie à court terme qui permettront, non seulement de rembourser l'intégralité des dettes exigibles à court terme, mais également de dégager des liquidités excédentaires. Cet ajustement apparaît à première vue particulièrement favorable en termes de solvabilité puisqu'il suggère que l'entreprise bénéficie de perspectives favorables quant à sa capacité de remboursement.



(3)

Actifs circulants < Dettes à court terme \Leftrightarrow Capitaux permanents < Actifs immobilisés \Leftrightarrow FRN < 0

Dans cette troisième situation, le montant des actifs circulants laisse prévoir des recettes futures à court terme insuffisantes pour rembourser l'ensemble des dettes à court terme. Ce constat semble en première analyse défavorable pour la solvabilité. Mais l'appréciation précise des perspectives de solvabilité de l'entreprise exige également la prise en compte de la structure à terme détaillée des actifs circulants et des dettes à court terme.

En effet, lorsque **l'échéance moyenne** des actifs circulants est plus rapprochée que celle des dettes à court terme, l'équilibre financier peut être assuré à l'aide d'un FRN très faible voire négatif. (Cas n° 1 dans le schéma de la figure 10). En revanche, lorsque les actifs circulants ont une échéance moyenne plus éloignée que celle des dettes à court terme, le maintien de la solvabilité exige un FRN relativement élevé (Cas n° 2 de la figure 10).

Dans le cas n° 1, les actifs très liquides, compte tenu de l'exigibilité des dettes, permettent à l'entreprise d'assurer son équilibre financier prévisionnel et même d'abondantes liquidités à court terme (+ 600 000 F), malgré un FRN négatif (– 100 000 F).

Dans le cas n° 2, les dettes sont au contraire très rapidement exigibles (à 2 mois), compte tenu de la liquidité des actifs circulants (3 mois de « maturité » en moyenne) ; l'équilibre financier ne peut être assuré que de façon plus étreiquée (+ 133 333 F) malgré un FRN de niveau très élevé (+ 800 000 F).

L'assimilation entre un FRN négatif et une situation d'insolvabilité à terme ne peut donc être établie de façon simpliste mais requiert ainsi une analyse fine du rythme auquel les actifs circulants se transforment en liquidités et auquel les dettes à court terme viennent à échéance.

Figure 10 - Influence de la structure à terme des actifs et des dettes sur l'appréciation du FRN

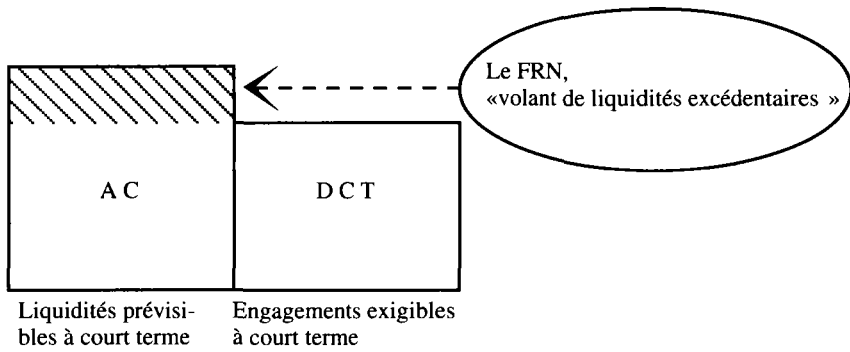
	Cas n° 1	Cas n° 2
Eléments relatifs au bilan	<div><div>AC</div><div>2 000 000</div><div>D C T</div><div>2 100</div></div>	<div><div>AC</div><div>2 000 000</div><div>D C T</div><div>1 200 000</div></div>
Echéances moyennes	<div>2 mois</div> <div>3 mois</div>	<div>3 mois</div> <div>2 mois</div>
FR N	<div>FRN = 2 000 000 - 2 100 000</div> <div>====></div> <div>FRN = - 100 000</div>	<div>FRN = 2 000 000 - 1 200 000</div> <div>====></div> <div>FRN = + 800 000</div>
Flux monétaires prévisibles à 2 mois	<div>Recettes sur la transformation en monnaie des actifs circulants :</div> <div>+ 2 000 000</div> <div>Dépenses sur le règlement de 2/3 des dettes à court terme :</div> <div>- 1 400 000</div>	<div>Recettes sur la transformation en monnaie de 2/3 des actifs circulants :</div> <div>+ 1 333 333</div> <div>Dépenses sur le règlement des dettes à court terme :</div> <div>- 1 200 000</div>
Solde monétaire à 2 mois	<div>Δ = + 600 000</div>	<div>Δ = + 133 333</div>

c) Le FRN et l'ajustement global du bilan

Pour le **calcul du FRN**, l'utilisation de la formule qui met en cause le « haut du bilan » (capitaux permanents et actifs immobilisés) ou l'utilisation de la formule qui met en cause le « bas du bilan » (actifs circulants et dettes à court terme) sont strictement équivalentes.

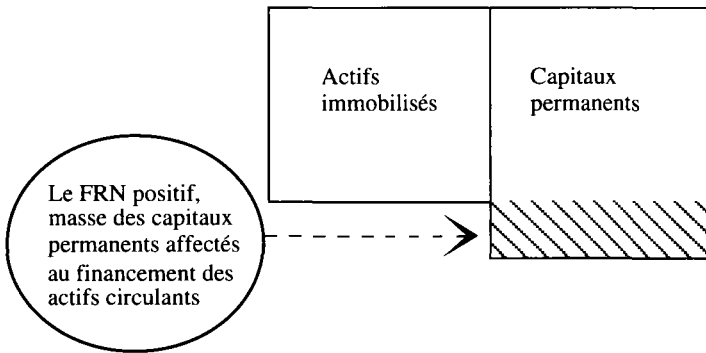
Dans l'**interprétation du FRN**, les deux formules utilisées attirent en revanche l'attention sur des aspects différents et complémentaires de cette notion.

La formule mettant en cause le « bas du bilan » présente l'intérêt de poser en termes très concrets le problème de la **solvabilité future** de l'entreprise. Dans la mesure où elle permet la confrontation directe des liquidités prévisibles à court terme (actifs circulants) et des remboursements impératifs à brève échéance (dettes à court terme), cette formulation de FRN met au premier plan la question de la capacité de l'entreprise à faire face à ses dettes. Dans cette perspective, c'est donc la signification du FRN comme **excédent de liquidités potentielles**, comme « marge de sécurité » ou comme « volant de liquidités de précaution », qui ressort avec netteté.

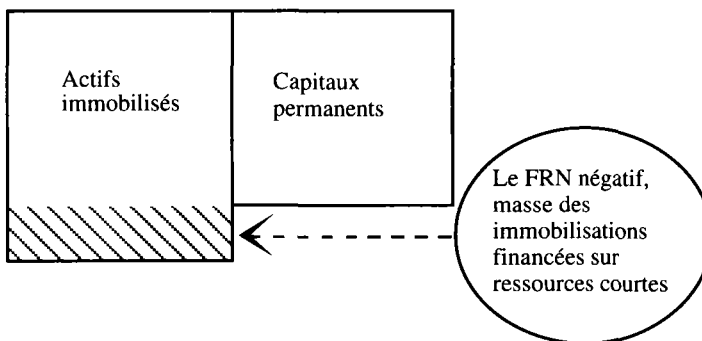


La formulation par le haut du bilan présente pour sa part l'intérêt de souligner l'influence de la **structure de financement** sur la constitution du FRN.

En effet, un **FRN positif** implique que les sources de financement de l'entreprise comportent suffisamment de ressources stables pour financer à la fois l'intégralité des immobilisations et une fraction des actifs circulants.



Inversement, un **FRN négatif** signifie que l'entreprise concernée finance une partie de ses investissements par des ressources à court terme.



En fin de compte, le FRN permet ainsi de faire ressortir la structure financière globale du bilan.

Un **FRN positif** signifie que l'entreprise a pu ou a dû réunir des capitaux permanents d'un montant assez élevé pour lui permettre de financer de façon stable, à la fois l'intégralité de ses immobilisations et un volant de liquidités excédentaires qui lui permettent de faire face à des risques divers à court terme.

Un **FRN négatif** signifie au contraire que l'entreprise a pu ou a dû affecter des dettes à court terme au financement d'une partie de ses investissements en immobilisations. Elle ne dispose alors d'aucune marge de sécurité à court terme représentée par des actifs liquides excédentaires. Mais l'équilibre financier peut cependant être maintenu dans ce cas, à condition que les actifs circulants soient très liquides et que les dettes à court terme soient peu exigibles.

2 – L'interprétation du fonds de roulement propre

Le fonds de roulement propre présente une signification beaucoup plus limitée que celle du FRN. Il reflète cependant un aspect important de la situation financière puisqu'il traduit en fait l'autonomie dont l'entreprise fait preuve dans le financement de ses investissements en immobilisations.

Un **fonds de roulement propre positif** signifie en effet que les immobilisations sont intégralement financées sur ressources propres, donc de façon autonome.

$$\text{FR Propre} > 0 \Leftrightarrow \text{Capitaux propres} > \text{Actifs immobilisés}$$

Un **fonds de roulement propre négatif** signifie que les immobilisations ne sont financées que partiellement sur ressources propres. L'entreprise doit alors faire appel à l'endettement pour le financement d'une partie de ses immobilisations.

$$\text{FR Propre} < 0 \Leftrightarrow \text{Actifs immobilisés} > \text{Capitaux propres}$$

Étude de cas n° 2 - Le calcul et l'interprétation du fonds de roulement

La société des Minoteries Industrielles de l'Ouest africain présente le bilan suivant au 31 décembre 1990.

Société M.I.O. Bilan en milliers de francs (selon la nomenclature du plan OCAM)

ACTIF		PASSIF	
Frais et valeurs immobilisées	12 645	Capital propre	700 000
Immobilisations Corporelles		Réserves	645 652
. Terrains	245 820	Report à nouveau	42 447
. Autres immobilisation corporelles	1 602 960		
Autres valeurs immobilisées	303 490	Situation nette	1 388 099
Valeurs d'exploitation		Dettes à long et moyen terme	799 700
. Stock de matières et fournitures	402 568	Provisions pour risques et charges	128 600
. Stock de produits finis	1 004 820		
Valeurs réalisables à court terme et disponibles		Dettes à court terme	
. Clients	1 415 790	. Fournisseurs	1 105 480
. Banques et chèques postaux	315 205	. État et organismes ...	428 315
. Caisse	122 840	. Emprunts à moins d'un an	245 610
		. Banques, avances reçues à moins d'un an	1 217 556
		. Résultat net de la période à affecter	112 778
TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138	TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138

Société M.I.O. Bilan en milliers de francs (selon la nomenclature du PCG français)

ACTIF		PASSIF	
Immobilisations incorporelles	12 645	Capital social	700 000
Immobilisations corporelles		Réserves	645 652
. Terrains	245 820	Report à nouveau	42 447
. Autres	1 602 960		
Immobilisations financières	303 490	Résultat de l'exercice	112 778
Stocks et en-cours		Provisions pour risques et charges	128 600
. Matières premières, approvisionnements	402 568		
. Produits finis	1 004 820	Dettes (1)	
Créances		. Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	2 262 866
. Clients et comptes rattachés	1 415 790	. Fournisseurs et comptes rattachés	1 105 480
Disponibilités	438 045	. Dettes fiscales et sociales	428 315
TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138	TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138

(1) dont à plus d'un an : 779 700

Les dirigeants de la société, qui sont également ses principaux actionnaires, ont prévu de distribuer 40 millions de francs sous forme de dividendes, de mettre en réserve 60 millions et de reporter à nouveau le solde du résultat. D'après les indications qu'ils fournissent, les provisions pour risques ne sont pas liées à des risques réels et prochains et peuvent être considérées comme stables. La société est soumise à l'impôt sur les bénéfices au taux de 45 % du bénéfice imposable.

Les indications fournies permettent de procéder à l'affectation du résultat puis de présenter le bilan après affectation en grandes masses.

a) Affectation du résultat

Le résultat dégagé par l'entreprise est destiné à trois types d'affectations.

1. Une première partie peut être distribuée sous forme de dividendes dont le versement aux actionnaires interviendra quelques mois après la clôture de l'exercice ; le montant correspondant constitue donc une dette à court terme à la date d'arrêté du bilan.
2. Une seconde partie peut être maintenue à la disposition de l'entreprise sans limitation de durée pour permettre le financement des opérations futures ; elle alimente les réserves et vient donc augmenter de façon permanente les capitaux propres.
3. Une troisième partie peut ne pas faire l'objet d'une affectation définitive en dividendes (versés aux actionnaires) ou en réserves (conservés par l'entreprise) parce que la société et ses actionnaires souhaitent attendre avant d'arrêter une décision à ce sujet. Dans l'attente de cette décision qui peut être différée de plusieurs années, le montant correspondant à ce résultat en instance d'affectation est « reporté à nouveau ».

Il augmente donc les capitaux propres ; mais, même s'il représente des ressources stables, le report à nouveau apparaît comme une enveloppe de fonds qui n'est pas acquise à l'entreprise pour une durée indéterminée, à la différence du capital et des réserves.

D'après les données fournies à propos de la société M.I.O., on peut donc résumer les effets de l'affectation dans le schéma suivant :

Passif du bilan avant affectation		Incidence de l'affectation	Passif du bilan après affectation	
Situation nette avant affectation	1 388 099	← Réserves	Situation nette Montant avant affectation	1 388 099
Provisions	128 600	← Report à nouveau	+ Affectations . en réserves . en report à nouveau	60 000 12 778
Dettes avant affectation	3 796 661	← Distribution	(1) 1 460 877	
Résultat à affecter	112 778		Provisions (2)	128 600
Total général	5 426 138		Dettes montant avant affectation + Dividendes à verser	3 796 661 40 000
			(3) 3 836 661	
			Résultat à affecter	0
			Total général (1) + (2) + (3)	5 426 138

On observe que les dettes à long et moyen terme ne sont pas modifiées par l'affectation. En revanche, les dettes à court terme voient leur montant majoré des dividendes à verser dont les actionnaires pourront exiger le règlement quelques mois après la date d'arrêté du bilan.

b) Présentation du bilan « en grandes masses » (en milliers de francs).

ACTIF		PASSIF	
Actifs immobilisés (A.I.)		Capitaux permanents (C.P.)	
. Frais et valeurs incorporelles	12 645	. Situation nette	1 460 877
. Immobilisations corporelles	1 848 780	. Dettes à long et moyen terme	799 700
. Autres valeurs immobilières	303 490	. Provisions pour risques et charges	128 600
Total des A.I.	2 164 915	Total des C.P.	2 389 177
Actifs circulants (A.C.)			
. Valeurs d'exploitation	1 407 388		
. Valeurs réalisables à court terme et disponibles	1 853 835	. Dettes à court terme (D.C.T.)	
Total des A.C.	3 261 223	Total des D.C.T.	3 036 961
TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138	TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138

c) Calcul du FRN (en milliers de francs)

<i>Capitaux permanents</i>	2 389 177
- <i>Actifs immobilisés</i>	- 2 164 915
<hr/>	<hr/>
= <i>FRN</i>	= 224 262
<i>Actifs circulants</i>	3 261 223
- <i>Dettes à court terme</i>	- 3 036 961
<hr/>	<hr/>
= <i>FRN</i>	= 224 262

d) Calcul du Fonds de roulement propre

La détermination du fonds de roulement propre exige le calcul préalable des capitaux propres. Or les provisions pour risques et charges constituées au passif de la Société M.I.O. peuvent être ici considérées comme ayant un caractère de réserve. En conséquence, elles donneront ultérieurement lieu à des reprises ; leur inscription en produits du compte de résultat conduira alors à les soumettre à l'impôt sur les bénéfices. Dans ces conditions, les provisions de 128 600 000 francs inscrites au bilan comportent deux composantes :

• Une fraction de 45 % de leur montant, soit 57.870.000 francs correspond à une **dette fiscale latente** que l'entreprise devra constater au fur et à mesure qu'elle procèdera à des reprises ; ce montant peut être considéré comme une dette à long ou moyen terme.

La seconde fraction, soit 55 % de leur montant correspond à une **réserve latente** de 70.730.000 francs qui peut être assimilée à un élément des capitaux propres.

D'où le calcul du fonds de roulement propre.

Milliers de francs

(1) Capitaux propres et assimilés	
. Situation nette	1 460 877
+ . Réserves latentes sur les provisions pour risques et charges	70 730
Total (1)	1 531 607
(2) Actifs immobilisés	2 164 915
(3) Fonds de roulement propre = (1) - (2)	- 633 308

On observe que la société des M.I.O. présente une structure de financement qui ménage **un FRN largement positif**.

Actifs immobilisés 2 164 915 (39,9) %	Capitaux Permanents 2 389 177 (44 %)
Actifs circulants 3 261 223 (60,1) %	Dettes à court terme 3 036 961 (56 %)

Ce FRN représente environ 4,1 % du total du bilan. Il est obtenu grâce à l'affectation d'une enveloppe de 224 262 00 francs (soit 4,1 % du bilan) de ressources stables au financement d'actifs circulants. C'est ce qui explique la constitution d'un excédent des actifs circulants, liquides à court terme, sur les dettes à court terme, également exigibles à brève échéance.

En revanche, le **fonds de roulement propre apparaît largement négatif**. La société ne finance ses immobilisations sur capitaux propres que pour les 2/3 environ (70,7 %). Elle doit donc faire appel à des ressources empruntées pour le financement du tiers environ (29,3 %) de ses investissements cumulés. Cette indication fait ressortir une certaine dépendance de la société des Minoteries de l'Ouest africain à l'égard de l'endettement. Elle ne permet cependant pas de constater un surendettement manifeste de nature à compromettre sa survie ou son indépendance financière.

SECTION 3 – LA RELATION FONDAMENTALE DE TRÉSORERIE

La relation de trésorerie permet d'approfondir les indications fournies par le FRN en rapprochant ce dernier de deux notions définies sur les **éléments à court terme** du bilan : le besoin en fonds de roulement (BFR) et la trésorerie.

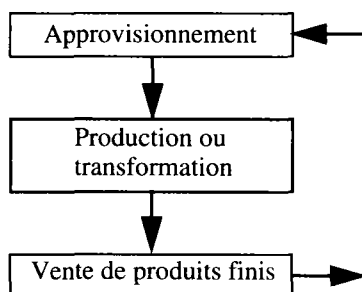
A – BESOINS EN FONDS DE ROULEMENT ET TRÉSORERIE

1 – La notion de « besoin en fonds de roulement » (BFR)

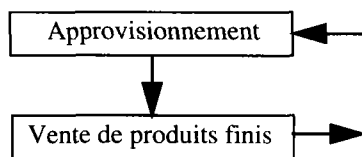
a) Le cycle d'exploitation

Dans le cadre de son activité courante, une entreprise effectue des opérations répétitives dont le renouvellement définit son « cycle d'exploitation ».

Pour une entreprise industrielle, agricole ou artisanale, ce cycle d'exploitation comporte trois étapes fondamentales qui se déroulent chaque fois que l'entreprise lance une nouvelle « vague » de production.



Pour une entreprise de distribution qui acquiert des marchandises pour les revendre en l'état sans les transformer, le cycle comporte deux étapes fondamentales.



b) Le besoin en fonds de roulement

Les opérations d'exploitation entraînent la formation de **besoins de financement**, mais elles permettent aussi la constitution de **moyens de financement**. La confrontation globale de ces besoins et de ces moyens de financement permet de dégager un « besoin de financement induit par le cycle d'exploitation » ou « besoin en fonds de roulement » (BFR).

Les besoins de financement entraînés par le cycle d'exploitation, ou « **emplois cycliques** », correspondent aux avances de fonds que l'entreprise est contrainte d'effectuer pour constituer ses stocks et pour accorder des délais de paiement à ses partenaires débiteurs.

Pour ce qui concerne **les stocks**, l'entreprise doit accumuler des marchandises pour les mettre à la disposition de sa clientèle si elle exerce une activité de distribution ; elle doit accumuler des matières premières, des produits semi-finis et en cours de production, des produits finis, si elle exerce une activité de production. Dans tous les cas, l'entreprise effectue une avance de fonds, elle « gèle » des liquidités pour constituer son stock ; elle est donc confrontée à un besoin de financement du stock.

De même, lorsqu'elle accorde des délais de règlements à certains de ses partenaires, notamment aux clients, l'entreprise accumule des **créances**. Ces dernières constituent certes un « avoir » ; mais elles représentent aussi un gel momentané de liquidités qui ne reviendront dans les caisses de l'entreprise qu'au terme de plusieurs semaines ou de plusieurs mois. À ce sujet, les praticiens disent d'ailleurs, de façon très expressive, que l'entreprise a « de l'argent dehors ». Cette accumulation de créances suscite également un gel de liquidités et donc un besoin de financement pour l'entreprise.

En revanche, l'activité engendre des **moyens de financement** liés au cycle d'exploitation ou « **ressources cycliques** », chaque fois que l'entreprise obtient de ses créanciers des délais de règlement. Ces délais se traduisent bien sûr par la constitution d'engagements à la charge de l'entreprise. Mais ils permettent à cette dernière de bénéficier des apports de ses partenaires sans décaissement immédiat et s'analysent donc comme des sources de fonds ou comme des moyens de financement. Le **crédit accordé par les fournisseurs** apparaît à cet égard comme la forme la plus typique de ressource cyclique.

On peut dès lors formuler comme suit le besoin de financement induit par le cycle d'exploitation ou besoin en fonds de roulement (BFR).

$$\text{BFR} = \underbrace{\text{Emplois cycliques}}_{\text{(stocks, créances clients...)}} - \underbrace{\text{Ressources cycliques}}_{\text{(crédits fournisseurs...)}}$$

Ce BFR est ainsi calculé grâce à la prise en compte d'éléments à court terme de l'actif et du passif. Mais, si chacun de ces éléments est supposé demeurer dans l'entreprise sur une courte période, il fait également l'objet d'un renouvellement permanent. Ainsi, un lot de marchandises entrant dans le stock d'une entreprise de distribution peut être considéré individuellement comme un emploi à court terme. Mais, le stock dans son ensemble fait l'objet d'un réassortiment permanent. En conséquence, le renouvellement des emplois et des ressources cycliques confère au BFR le caractère d'un **besoin de financement permanent**, durable, même si chacune de ses composantes apparaît à première vue comme un élément à court terme du bilan.

c) BFRE et BFRHE

Dans la définition formulée ci-dessus, le BFR est défini à partir de la comparaison entre « emplois cycliques » et « ressources cycliques ». Une analyse plus fine peut conduire à rechercher une identification rigoureuse des éléments strictement liés à l'exploitation et de ceux qui sont rattachés à l'exploitation de façon moins étroite.

Les éléments strictement liés à l'exploitation correspondent à des grandeurs d'actif et de passif mises en mouvement par les opérations d'approvisionnement, de production et de vente. A l'actif, ces grandeurs englobent essentiellement les stocks, les créances sur les clients et les avances versées par l'entreprise à l'occasion de commandes qu'elle a pu passer auprès de fournisseurs ; ces éléments constituent des « emplois d'exploitation » ou des « **emplois cycliques** » **stricto-sensu**. Au passif, ces éléments englobent essentiellement les dettes contractées par l'entreprise à l'égard de ses fournisseurs et de certains clients qui lui ont adressé des avances sur commandes en cours ; ces éléments constituent des « ressources d'exploitation » ou « **ressources cycliques** » **stricto-sensu**. On peut alors formuler comme suit le BFRE ou « besoin en fonds de roulement d'exploitation ».

$$\text{BFRE} = \text{Emplois d'exploitation} - \text{Ressources d'exploitation}$$

Quant aux éléments moins étroitement liés à l'exploitation, ils correspondent à des composantes d'actif et de passif qui sont influencées par l'activité courante de l'entreprise sans être strictement inscrites dans le cycle d'exploitation. C'est le cas, **à l'actif**, de postes de « débiteurs divers » sur lesquels l'entreprise a pu acquérir des créances à l'occasion d'opérations courantes extérieures à l'objet principal de son activité ; les créances sur des salariés auxquels des avances sur salaires ont été consenties constituent un exemple clair de ce type « **d'emplois hors exploitation** ». **Au passif**, les postes concernés correspondent à des dettes également contractées à l'occasion d'opérations hors exploitation : ces « **ressources hors exploitation** » englobent par exemple les dettes fiscales liées à l'impôt sur le bénéfice dans la mesure où le paiement de cet impôt ne peut être considéré comme relevant strictement de l'exploitation ; elles peuvent également inclure des dettes à l'égard de fournisseurs d'équipements qui ont consenti un crédit à l'entreprise à l'occasion d'une opération d'investissement manifestement extérieure à l'exploitation. On peut alors écrire :

$$\begin{aligned} \text{BFRHE} &= \text{Emplois hors exploitation (EHE)} \\ &\quad - \text{Ressources hors exploitation (RHE)} \end{aligned}$$

Par la suite, le BFR global pourra être défini comme la somme du BFRE et du BFRHE :

$$\text{BFR} = \text{BFRE} + \text{BFRHE}$$

La distinction entre BFRE et BFRHE est aujourd'hui consacrée par la littérature financière. Elle a certainement permis d'affiner l'analyse du besoin de financement induit par le cycle d'exploitation (ou BFRE) en montrant que l'activité de l'entreprise suscite un besoin durable de financement qui pèse sur les équilibres financiers au même titre que le besoin de financement entraîné par les investissements en immobilisations.

En revanche, la notion de BFRHE est assez délicate à interpréter. Si elle traduit indiscutablement l'existence d'un fardeau de financement lié à des opérations diverses de l'entreprise (opérations de transfert, opérations fiscales, opérations de répartition ...), cette notion demeure cependant composite et hétérogène.

2 – La notion de « trésorerie » ou de situation de trésorerie

Alors que les composantes du BFR sont liées à l'activité courante et notamment à l'activité d'exploitation, celles de la « trésorerie » sont liées aux opérations financières à court terme réalisées par l'entreprise.

D'une part, cette dernière se voit contrainte de rechercher des moyens de financement à court terme qu'elle sollicite auprès des banques ou d'autres partenaires financiers ; il s'agit alors de ressources à court terme présentant un caractère financier ou, plus simplement, de « **ressources de trésorerie** ». À la différence des ressources cycliques obtenues dans le cadre de l'activité courante et induites de façon quasi spontanée par les opérations industrielles et commerciales, ces ressources de trésorerie doivent être recherchées auprès de partenaires financiers spécifiques. Elles requièrent des négociations et des montages particuliers qui débordent la gestion courante et relèvent typiquement de la gestion financière à court terme ou gestion de la trésorerie.

D'autre part, lorsque l'entreprise dégage des excédents monétaires plus ou moins durables, elle a la possibilité de les affecter à des **placements financiers** divers, qui permettent de les répartir entre des « **emplois de trésorerie** » plus ou moins diversifiés. Alors que les emplois en immobilisations ou en actifs cycliques sont largement influencés par l'activité courante et ses exigences techniques ou économiques, ces placements correspondent à des emplois de nature strictement financière ; ces emplois effectués auprès de **partenaires financiers spécifiques** (les banques, le Trésor public, des fonds communs de placement ou des sociétés d'investissement), sont arrêtés en considération de **variables de décision financières** (liquidité, risque, rendement).

La confrontation entre emplois de trésorerie (ET) et ressources de trésorerie (RT) permet enfin de caractériser la « situation de trésorerie » ou « la Trésorerie » (T) ou encore la « Trésorerie Nette »

$$\text{Trésorerie (T)} = \text{Emplois de trésorerie (ET)} - \text{Ressources de trésorerie (RT)}$$

Compte tenu des éléments de sa définition, la trésorerie traduit la position globale que l'entreprise acquiert sur ses opérations financières à court terme.

(1)

$$T > 0 \Leftrightarrow ET > RT$$

Une trésorerie positive signifie que l'entreprise constitue des placements financiers liquides (ET), auprès de partenaires financiers pour un montant qui excède celui des ressources à court terme obtenues également auprès de partenaires financiers (RT). Dans ce cas, la situation traduit une **aisance de la trésorerie** puisque l'entreprise semble disposer de liquidités assez abondantes pour lui permettre de rembourser ses dettes financières à court terme (RT). On peut alors parler d'une réelle **autonomie financière à court terme**.

(2)

$$T < 0 \Leftrightarrow ET < RT$$

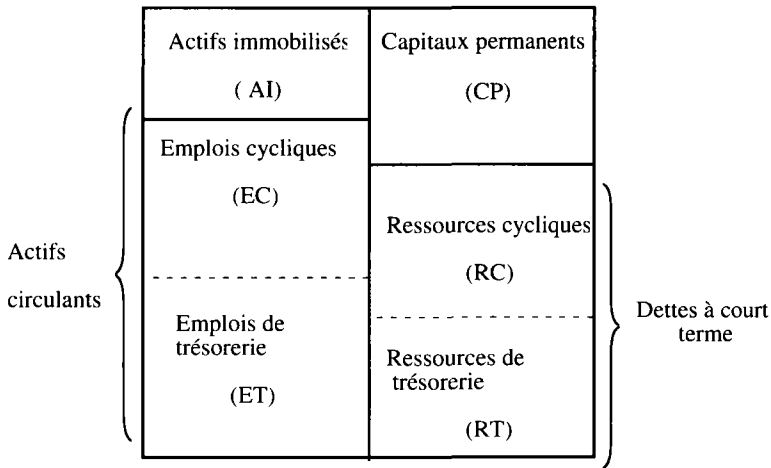
Une trésorerie négative signifie au contraire que l'entreprise est dépendante de ses ressources financières à court terme (RT). Cette situation de dépendance ou de tension sur la trésorerie traduit un ajustement dans lequel les liquidités ou quasi-liquidités (ET) s'avèrent insuffisantes pour permettre le remboursement des dettes financières à court terme (RT), même si l'entreprise le souhaite. Le maintien des ressources de trésorerie apparaît

alors comme une contrainte qui s'impose à l'entreprise et limite son autonomie financière à court terme. Mais, si une situation de trésorerie négative ($T < 0$) traduit une certaine dépendance financière, elle ne doit pas être interprétée hâtivement comme un symptôme d'insolvabilité : en effet, de nombreuses entreprises parviennent à survivre et à prospérer avec une telle situation, pour peu que leurs partenaires financiers acceptent de maintenir les ressources de trésorerie qu'ils confient à ces entreprises.

B – LA RELATION DE TRÉSORERIE

1 – La formulation de la relation

Les analyses qui précèdent permettent désormais d'identifier dans le bilan **six grandes « masses »** fondamentales.



En outre, **trois notions** ont été définies grâce à cette présentation :

$\begin{aligned} \text{FRN} &= \text{CP} - \text{AI} \\ \text{BFR} &= \text{EC} - \text{RC} \\ \text{T} &= \text{ET} - \text{RT} \end{aligned}$

Enfin, le bilan étant équilibré, on peut écrire les deux égalités suivantes :

$$\text{Actif} = \text{Passif} \Leftrightarrow \underbrace{\text{AI} + \text{EC} + \text{ET}}_{\text{Composantes de l'actif}} = \underbrace{\text{CP} + \text{RC} + \text{RT}}_{\text{Composantes du passif}}$$

soit en déplaçant certains termes puis en les regroupant :

$$\begin{aligned} & \text{EC} + \text{ET} - \text{RC} - \text{RT} = \text{CP} - \text{AI} \\ \Leftrightarrow & \underbrace{[\text{EC} - \text{RC}]}_{\text{BFR}} + \underbrace{[\text{ET} - \text{RT}]}_{\text{T}} = \underbrace{[\text{CP} - \text{AI}]}_{\text{FRN}} \end{aligned}$$

On peut alors formuler les trois relations équivalentes suivantes :

$$\text{BFR} + \text{T} = \text{FRN} \Leftrightarrow \text{FRN} - \text{BFR} - \text{T} = 0 \Leftrightarrow \text{T} = \text{FRN} - \text{BFR}$$

C'est cette dernière formulation qui est la plus souvent utilisée comme expression de la relation de trésorerie.

Application n° 4 – Calcul de la relation de trésorerie

D'après les données de l'étude de cas n° 2 (voir ci-dessus), la société des Minoteries Industrielles de l'Ouest africain (M.I.O), présente le bilan après affectation ci-dessous, au 31 décembre 1990.

ACTIF (Milliers de francs)		PASSIF (Milliers de Francs)	
Frais et valeurs incorporelles immobilisées	12 645	Capital propre	700 000
Immobilisations corporelles	1 848 780	Réserves	705 652
Autres valeurs immobilisées	303 490	Report à nouveau	55 225
(1) Actifs immobilisés	2 164 915	(3) Situation nette	1 460 877
Valeurs d'exploitation (Stocks)	1 407 388	(4) Dettes à long et moyen terme	799 700
Clients	1 415 790	(5) Provisions	
Banques et chèques postaux	315 205	Dettes à court terme	128 600
1 415 790		. Fournisseurs	1 105 480
Caisse	122 840	. État et organismes ...	428 315
(2) Actifs circulants	3 261 223	. Emprunts à moins d'un an	245 610
		. Banques, avances reçues à moins d'un an	1 217 556
		. Dividendes à verser	40 000
		(6) Dettes à court terme	3 036 961
TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138	TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138

Le bilan peut être présenté selon le découpage qui permet d'établir les termes de la relation de trésorerie.

ACTIF (Milliers de francs)		PASSIF (Milliers de francs)	
Actifs Immobilisés	2 164 915	Capitaux permanents	
Emplois cycliques		Situation nette	1 460 877
Stocks	1 407 388	DLMT	799 700
Clients	1 415 790	Provisions	128 600
	2 823 178		2 389 177
Emplois de trésorerie		Ressources cycliques	
Banques	315 205	Fournisseurs	1 105 480
Caisse	122 840	État	428 315
	438 045	Dividendes	40 000
			1 573 795
		Ressources de trésorerie	
		Emprunts	245 610
		Banques ...	1 217 556
			1 463 166
TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138	TOTAL GÉNÉRAL	5 426 138

On observera que les ressources cycliques de 1 573 795 000 francs comportent ici :

- des ressources strictement liées à l'exploitation (fournisseurs) pour un montant de 1 105 480 000 francs,
- des ressources cycliques hors exploitation (État, dividendes à verser) pour un montant de 468 315 000 francs.

À partir de l'égalité Actif = Passif, on peut effectuer les regroupements suivants :

$$\begin{aligned}
 AI + EC + ET &= CP + RC + RT \\
 \Leftrightarrow (ET - RT) &= (CP - AI) + (RC - EC) \\
 \Leftrightarrow (ET - RT) &= (CP - AI) - (EC - RC)
 \end{aligned}$$

$$\Leftrightarrow T = FRN - BFR$$

Les termes de la formule peuvent être calculés avec les données fournies.

FRN =	(Milliers de francs)
Capitaux permanents (CP)	2 389 177
- Actifs immobilisés (AI)	- 2 164 915
FRN =	+ 224 262
BFR =	
Emplois cycliques (EC)	2 823 178
- Ressources cycliques (RC)	- 1 573 795
BFR =	+ 1 249 383
T =	
Emplois de trésorerie (ET)	438 045
- Ressources de trésorerie (RT)	1 463 166
T =	- 1 025 121

On vérifie bien l'application de la relation de trésorerie :

$$\begin{aligned}
 T &= FRN - BFR \\
 \Leftrightarrow -1\,025\,121 &= 224\,262 - 1\,249\,383.
 \end{aligned}$$

Enfin, les données fournies permettent éventuellement d'affiner l'analyse du BFR en isolant les éléments d'exploitation et les éléments « hors exploitation ». Les éléments strictement liés à l'exploitation englobent les stocks, les créances clients, les dettes fournisseurs et permettent d'établir le BFRE :

$$\begin{aligned}
 BFRE &= \text{Stock} && 1\,407\,388 \\
 &+ \text{Clients} && + 1\,415\,790 \\
 &- \text{Fournisseurs} && - 1\,105\,480
 \end{aligned}$$

$$BFRE = + 1\,717\,698$$

Quant aux éléments hors exploitation, ils n'englobent que des ressources :

$$\begin{aligned} BFRHE &= \text{Emplois hors exploitation (EHE)} \\ &\quad - \text{Ressources hors exploitation (RHE)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Rightarrow BFRHE &= EHE && 0 \\ &\quad - RHE && - 468\,315 \\ \text{En effet, RHE} &= \text{État} && 428\,315 \\ &\quad \text{Dividendes à verser} && 40\,000 \end{aligned}$$

$\Rightarrow BFRHE = - 468\,315$

Le BFRHE affectant un signe négatif traduit le fait que les éléments hors exploitation suscitent, non un **besoin de financement**, mais une **capacité de financement**.

On vérifie enfin l'égalité $BFR = BFRE + BFRHE$ puisque le calcul permet de retrouver le montant déjà établi du BFR global.

$$\begin{array}{r} BFRE \quad 1\,717\,698 \\ + BFRHE \quad - 468\,315 \\ \hline \Rightarrow BFR \quad = + 1.249.383 \end{array}$$

L'interprétation de ces résultats sera effectuée dans les développements présentés au paragraphe suivant.

2 – L'interprétation de la relation de trésorerie

L'interprétation des indications fournies par la relation de trésorerie peut être développée aussi bien dans une **perspective statique** que dans une **perspective d'analyse chronologique**.

a) L'interprétation statique de la relation

Dans une perspective statique, la relation de trésorerie met au premier plan le problème du financement du BFR. En effet, quoiqu'il résulte de la confrontation entre éléments à court terme du bilan, le BFR constitue un besoin de financement constamment renouvelé et donc permanent. Ce besoin devrait être couvert par des moyens de financement également permanents. Or le FRN représente précisément les capitaux permanents susceptibles de financer des emplois courts et donc les composantes du BFR.

Lorsque le FRN permet de financer l'intégralité du BFR ($FRN \geq BFR$), ce dernier se trouve entièrement financé sur ressources stables et l'entreprise peut alors éviter toute dépendance à l'égard des ressources de trésorerie. Lorsque le FRN excède le BFR ($FRN > BFR$), l'entreprise se trouve dans une situation particulièrement favorable en termes de

solvabilité à courte échéance ; comme l'indique le schéma ci-dessous, les ressources permanentes apparaissent alors suffisamment abondantes pour financer à la fois :

- les immobilisations,
- le BFR,
- une partie des emplois de trésorerie.

A I 2 000 000	C P 2 500 000	=> FRN = + 500 000
E C 1 500 000	R C 1 200 000	=> BFR = + 300 000
E T 1 000 000	R T 800 000	=> T = + 200 000
4 500 000	4 500 000	

Ici l'enveloppe de capitaux permanents (2 500 000) permet de financer :

- l'intégralité des immobilisations (2 000 000),
- le BFR (300 000),
- et de ménager enfin un excédent de trésorerie (200 000) qui assure l'autonomie à court terme de l'entreprise.

Lorsque le FRN ne permet pas de financer l'intégralité du BFR ($FRN < BFR$), l'entreprise se voit contrainte de faire appel à des ressources de trésorerie pour financer une fraction du BFR. Or ce dernier constitue un besoin permanent. La dépendance à l'égard des ressources de trésorerie présente alors un caractère durable, structurel, tant que l'entreprise n'a pas réussi à reconstituer son FRN et/ou à limiter son BFR. Ainsi que cela a déjà été souligné, une telle situation peut être cependant viable tant que l'entreprise continue de bénéficier du concours de ses partenaires financiers dont elle dépend.

Ainsi le cas de la Société M.I.O. permet d'observer une situation de ce type.

(milliers de francs)

A I 2 164 915	C P 2 389 177	=> FRN = + 224 262
E C 2 823 178	R C 1 573 795	=> BFR = + 1 249 383
E T 438 045	R T 1 463 166	=> T = - 1 025 121

Dans ce cas, le BFR apparaît particulièrement élevé (1 249 383 000 francs) et dépasse largement le montant du FRN (+ 224 262 000 francs). La société doit donc faire appel à des ressources de trésorerie pour assurer le financement d'une large fraction de son BFR.

C'est ce qui explique sa dépendance à l'égard des concours de trésorerie, le plus souvent des concours bancaires à court terme, qui conditionnent son ajustement financier global.

C'est cette dépendance que traduit la situation de trésorerie fortement négative (– 1 025 121 000 francs) relevée ici.

b) L'interprétation de la relation de trésorerie dans une perspective chronologique

Le recours à la relation de trésorerie s'avère extrêmement précieux chaque fois qu'il s'agit d'analyser l'évolution d'une entreprise pour dégager les transformations qui ont affecté ses équilibres financiers. Cette évolution exerce en effet une influence souvent contrastée sur les termes de la relation de trésorerie, ce qui permet de conduire des observations éclairantes sur cette dernière.

Étude de cas n° 3 – L'interprétation de la relation de trésorerie

Le cas de la société Harpaux permet d'illustrer l'interprétation de la relation de trésorerie. Cette société s'était engagée dès 1986 dans un important effort d'investissement et de développement commercial. Trois ans après le début de cette phase, les résultats commerciaux apparaissaient brillants puisque le chiffre d'affaires avait augmenté de 80 % ; les résultats avaient également subi une hausse sensible de 55 % sur la même période. Mais, malgré les succès remportés, les dirigeants de la société ne parvenaient pas à comprendre les difficultés persistantes qu'ils rencontraient pour assurer leurs règlements. Ces difficultés leur paraissaient d'autant plus inexplicables que les actionnaires avaient consenti un important effort en participant à deux augmentations de capital en 1987 et 1988. En outre, les banques soutenaient activement la société à laquelle elles assuraient les crédits nécessaires sans discussion.

Milliers de francs	1988	1989	1990
ACTIF			
Immobilisations	428 710	640 950	790 515
Stocks	103 195	170 702	228 644
Clients	95 928	145 630	182 320
Banques	78 425	65 747	51 802
Caisse	22 339	15 667	14 910
TOTAL GÉNÉRAL	728 597	1 038 696	1 268 191
PASSIF			
Capitaux propres	270 690	359 320	451 540
Provisions	12 340	26 915	38 982
Emprunts et dettes financières (*)	180 944	285 549	331 765
Fournisseurs	85 727	107 022	135 645
Autres créditeurs	22 165	41 913	47 518
Banques, avances reçues	156 731	217 977	262 741
TOTAL GÉNÉRAL	728 597	1 038 696	1 268 191
(*) dont dettes à plus d'un an	180 944	285 549	331 765

Pour la société Harpaux, les termes de la relation de trésorerie ont connu l'évolution suivante au cours des 3 exercices sous revue.

• **Le FRN**

Milliers de francs	1988	1989	1990
Capitaux permanents			
. Capitaux propres	270 690	359 320	451 540
. Provisions	12 340	26 915	38 982
. Dettes à long et moyen terme	180 944	285 549	331 765
CP (1)	463 974	671 784	822 287
Immobilisations AI (2)	428 710	640 950	790 515
FRN (1) - (2)	35 264	30 834	31 772

Le FRN de la société a subi au cours de la période une diminution modérée. Cette évolution est manifestement liée à l'effort d'investissement et de financement consenti par l'entreprise. Au cours de la période, les immobilisations ont en effet subi une augmentation de 84 %. Dans le même temps, les capitaux permanents ont également subi une forte augmentation (+ 77 %), mais celle-ci ne suffit pas à maintenir totalement le niveau antérieur du FRN qui subit une diminution de 10 % environ. Par elle-même cette évolution ne traduit donc ni dégradation manifeste de la situation, ni amélioration.

• **Le BFR**

Milliers de francs	1988	1989	1990
Emplois cycliques (Exploitation)			
. Stocks	103 195	170 702	228 644
. Clients	95 928	145 630	182 320
(1)	199 123	316 332	410 964
Ressources cycliques (Exploitation)			
. Fournisseurs	85 727	107 022	135 645
(2)	85 727	107 022	135 645
BFRE (1) - (2)	113 396	209 310	275 319
Emplois hors exploitation	(3)	—	—
Ressources hors exploitation			
Autres créditeurs	(4)	22 165	47 518
BFRHE (3) - (4)	— 22 165	— 41 913	— 47 518
BFR = BFRE + BFRHE	+ 91 231	+ 167 397	+ 227 801

L'augmentation du BFR, et notamment du BFRE apparaît remarquable par son ampleur et ses implications. Le BFR augmente en effet de 150 % en trois ans, alors que le BFRE croît de 143 % sur la même période. C'est le gonflement des besoins de financement suscités par le cycle d'exploitation qui se trouve mis en cause ici. En effet, la progression commerciale de la société s'est accompagnée d'une progression plus rapide de ses emplois cycliques (+ 106 % contre une hausse de 77 % pour les ventes) ; en outre, les ressources cycliques n'ont connu qu'une progression modérée (+ 58 %). En conséquence, les performances commerciales entraînent un effet pervers sur le plan financier puisqu'elles entraînent un alourdissement du fardeau de financement supporté par la société.

• La trésorerie

Milliers de francs	1988	1989	1990
Emplois de trésorerie			
. Banques	78 425	65 747	51 802
. Caisses	22 339	15 667	14 910
ET (1)	100 764	81 414	66 712
Ressources de trésorerie			
. Banques, avances reçues			
RT (2)	156 731	217 977	262 741
T = ET - RT = (1) - (2)	- 55 967	- 136 563	- 196 029
FRN	35 264	30 834	31 772
- BFR	- 91 231	- 167 397	- 227 801
= T	- 55 967	- 136 563	- 196 029

La période analysée se solde par une très forte dégradation de la trésorerie. Celle-ci déjà fortement négative fin 1988 subit un véritable assèchement des liquidités (les emplois de trésorerie perdent un tiers de leur montant initial) et un recours accru au crédit bancaire. La dépendance à l'égard des banques s'est donc fortement aggravée au cours de la période. Cette évolution n'a pas encore suffi à détériorer le climat des relations entre la société et les banques ; son prolongement pourrait cependant y parvenir !

Or la cause profonde de cette évolution financière doit être recherchée dans le gonflement du BFR. Comme ce dernier a crû de façon trop marquée par rapport à l'évolution des ventes, la société n'a pu augmenter son FRN pour « accompagner » le gonflement des besoins de financement nés de l'exploitation. Elle a donc fait appel, de plus en plus largement, à des ressources de trésorerie, aggravant ainsi sa dépendance financière à court terme. En conséquence, l'amélioration des équilibres de cette entreprise requiert impérativement la maîtrise rapide du BFR, notamment par la réduction des stocks et des créances. Ce rétablissement conduira peut-être à un ralentissement momentané de la progression commerciale ; mais la restauration d'une situation financière assainie ne peut sans doute être atteinte qu'à ce prix.

SECTION 4 – LA MÉTHODE DES RATIOS ET L'ÉTUDE DU BILAN

Le principe de la méthode des ratios consiste dans la recherche de rapports caractéristiques entre grandeurs financières. Cette méthode permet ainsi de mettre en lumière certains traits significatifs relatifs au bilan, au compte de résultat ou aux tableaux de flux. Le présent chapitre n'aborde que l'étude des ratios mettant en cause le bilan. Les ratios de rentabilité ont été pour leur part abordés en chapitre 4.

A – LES RATIOS CONCERNANT LA STRUCTURE DU BILAN

Les ratios traduisant la structure du bilan sont le plus souvent établis grâce à la comparaison entre le montant d'un poste de l'actif ou du passif et celui du bilan total. Selon une démarche particulièrement simple, on peut même procéder à une « réduction du bilan en pourcentages ».

1 – L'expression du bilan en pourcentages

Cette démarche consiste à remplacer la présentation du bilan en valeurs absolues par une présentation dans laquelle chaque poste est exprimé en valeur relative par rapport au total de l'actif et du passif. L'intérêt d'une telle traduction réside dans le fait qu'elle permet d'identifier aussitôt les caractéristiques majeures de la structure du bilan et, lorsque l'on dispose de données réparties dans le temps, de faire ressortir les évolutions les plus significatives.

Application n° 5 – Ratios de structure

Le cas de la société Harpaux (voir ci-dessus, étude de cas n° 3, page 140) dont les données, en francs, ont été précédemment fournies, propose une application simple de cette démarche. Le bilan exprimé en pourcentages se présente en effet comme suit :

% arrondis	1988	1989	1990
Immobilisations	59 %	62 %	63 %
Stocks	14 %	16 %	18 %
Clients	13 %	14 %	14 %
Banques	11 %	6 %	4 %
Caisse	3 %	2 %	1 %
Total	100 %	100 %	100 %
Capitaux propres	37 %	35 %	36 %
Provisions	2 %	3 %	3 %
Dettes à long et moyen terme	25 %	27 %	26 %
Fournisseurs	12 %	10 %	11 %
Autres créditeurs	2 %	4 %	4 %
Banques, avances reçues	22 %	21 %	21 %
Total	100 %	100 %	100 %

La simple observation de ces données permet de faire apparaître les grandes évolutions qui ont affecté la structure du bilan.

A l'actif, on relève :

- *une progression importante des immobilisations de (59 à 63 % de l'actif total) et des stocks (de 14 % à 18 %) ;*
- *une contraction brutale de la part des emplois de trésorerie : le compte « banques » régresse de 11 % à 4 % et le compte « caisse » de 3 % à 1%.*

Au passif, on observe en revanche une certaine stabilité des parts associées à chaque poste.

La référence aux termes de la relation de trésorerie permet également de tirer parti de ces indications.

Le FRN représentait, en 1988, une part de 5 % du total du bilan (soit la différence entre la part des capitaux permanents, 64 %, et celle des actifs immobilisés, 59%). Il n'en représente plus que 2 % fin 1990 (soit 65 % - 63%). On observe ainsi la forte contraction relative du FRN, qui subit en outre une contraction sensible en valeur absolue.

La part du BFR global augmente dans le même temps de 13 % (14 % + 13 % - 12 % - 2 %) à 17 % (18 % + 14 % - 11 % - 4%). Cette augmentation qui apparaît particulièrement marquée est surtout imputable à la conjonction entre le gonflement du stock (de 14 à 18 % du total) et la contraction relative des crédits reçus des fournisseurs (12 % à 11 %).

Enfin la part de la **trésorerie négative** passe de - 8 % soit (11 % + 3 % - 22 %) à - 16 % (soit + 4 % + 1 % - 21 %).

L'analyse des bilans exprimés en pourcentage permet ainsi de compléter l'analyse déjà conduite sur la relation de trésorerie. La simplicité technique de cette démarche suggère cependant de faire débiter l'étude du bilan par cette réduction en pourcentages qui fournit d'emblée des indications particulièrement suggestives et intuitives.

2 – Les ratios concernant la structure de l'actif

La série des ratios de structure concernant l'actif recoupe largement les indications fournies par le bilan exprimé en pourcentages. Les ratios de cette série rapportent en effet la valeur de certains postes de l'actif à celle de l'actif total. Malgré leur simplicité, quatre de ces ratios apparaissent largement significatifs.

Figure 11 – Les ratios de structure concernant l'actif du bilan

Ratios	Principales indications fournies
$S_1 = \frac{\text{Immobilisations corporelles}}{\text{Actif total}}$	Ce ratio reflète le poids des immobilisations en capital fixe dans le patrimoine. Il est donc dépendant des caractéristiques techniques du « métier » exercé par l'entreprise.
$S_2 = \frac{\text{Autres valeurs immobilisées}}{\text{Actif total } *}$ ou $S_2 = \frac{\text{Immobilisations financières}}{\text{Actif total } **}$	Ce ratio traduit le poids des immobilisations financières dans le patrimoine. Il est lié à l'importance des liaisons financières que l'entreprise entretient, notamment avec les entreprises dans lesquelles elle détient les participations.
$S_3 = \frac{\text{Valeurs d'exploitation}}{\text{Actif total } *}$ ou $S_3 = \frac{\text{Stocks et encours}}{\text{actif total } **}$	Ce ratio exprime le poids du stock à l'actif. Il est lié à la nature de l'activité : l'importance des opérations de distribution et la longueur de la période de production sont les deux traits majeurs qui influencent ce ratio.
$S_4 = \frac{\text{Clients}}{\text{actif total}}$	Ce ratio reflète les pratiques de l'entreprise en matière de délais de paiement accordés à la clientèle. Il est influencé par des habitudes sectorielles ou locales. Il est également déterminé par la nature de la clientèle : le ratio prend des valeurs généralement faibles pour des entreprises ayant une clientèle de particuliers et plus élevées dans le cas où la clientèle est constituée d'autres entreprises ou d'institutions surtout politiques.

* Selon la terminologie du plan comptable OCAM.

** Selon la terminologie du PCG français de 1982.

On observe que, dans l'ensemble, les ratios caractérisant la structure de l'actif sont fortement influencés par les aspects juridiques, techniques ou économiques du « métier » ou des activités exercées par l'entreprise. En ce sens, ces ratios sont l'expression de contrain-

tes de structure productive, même si la gestion de l'entreprise dispose d'une réelle marge de manœuvre pour aménager ces contraintes.

3 – Les ratios concernant la structure du passif

Les ratios relatifs à la structure du passif reflètent la composition des ressources de l'entreprise. En ce sens, ils expriment sa politique de financement, puisque cette dernière consiste à combiner les diverses ressources accessibles à l'entreprise, dans les meilleures conditions possibles de coût et de durée.

Deux caractéristiques majeures de la politique de financement retiennent plus précisément l'attention des analystes. D'une part, ces derniers s'intéressent à la **stabilité des ressources** et cherchent donc à formuler des ratios qui mettent en évidence la structure à terme du passif (ratio S_5 dans la figure 12). D'autre part, les analystes cherchent à apprécier l'**autonomie financière** de l'entreprise et donc la répartition entre les ressources propres et les dettes au passif (ratios S_6 à S_8).

Figure 12 – Les ratios de structure concernant le passif du bilan

Ratios	Principales indications fournies
$S_5 = \frac{\text{Capitaux permanents}}{\text{Passif total}}$	Ce ratio traduit le poids des capitaux à plus d'un an (capitaux propres, dettes à long et moyen terme, provisions stables) dans l'ensemble des ressources. C'est un indicateur global relatif à la stabilité du financement .
$S_6 = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Passif total}}$	Ce ratio traduit le poids des capitaux propres dans l'ensemble des ressources. C'est un indicateur global relatif à l' autonomie financière de l'entreprise , appréciée sur l'ensemble de son financement.
$S'_6 = \frac{\text{Dettes}}{\text{Passif total}}$	Ce ratio est complémentaire du précédent : $S'_6 = 1 - S_6$. Il traduit le poids des dettes de toutes durées et de toutes origines dans le passif.
$S_7 = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Capitaux permanents}}$	Ce ratio traduit l' autonomie à terme de l'entreprise, c'est-à-dire la part des fonds propres dans l'ensemble des ressources à plus d'un an.
$S_8 = \frac{\text{Dettes à long et moyen terme}^*}{\text{Capitaux propres}}$ ou $S_8 = \frac{\text{Dettes à plus d'un an}}{\text{Capitaux propres}^{**}}$	Ce ratio fournit les mêmes indications que S_7 à propos de l' autonomie à terme . Il est fréquemment désigné comme « ratio de levier » (leverage ratio).

* Selon la terminologie du plan comptable OCAM. ** Selon la terminologie du PCG français de 1982.

4 – Les ratios de synthèse

Les ratios de synthèse, également calculés à partir des éléments du bilan, comparent certaines composantes de l'actif à des composantes du passif. On procède généralement à une comparaison entre éléments à plus d'un an (ratios S_9 et S_{10}) puis à une comparaison entre éléments à moins d'un an (ratios S_{11} à S_{13}).

Figure 13 – Les ratios de synthèse

Ratios	Principales indications fournies
$S_9 = \frac{\text{Capitaux permanents}}{\text{Actifs immobilisés}}$	Ce ratio traduit les conditions de financement des immobilisations . Lorsqu'il est supérieur ou égal à 1, il signifie que l'ensemble des immobilisations sont financées sur ressources stables. Ce ratio fournit en termes relatifs une indication proche de celle fournie par la notion de FRN en valeur absolue.
$S_{10} = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Actifs immobilisés}}$	Ce ratio concerne le financement propre des immobilisations . Il traduit ainsi l'autonomie dont l'entreprise fait preuve dans le financement de ses investissements cumulés.
$S_{11} = \frac{\text{Actifs circulants}}{\text{Dettes à court terme}^*}$ ou $S_{11} = \frac{\text{Actifs circulants}}{\text{Dettes à moins d'un an}^{**}}$	Ce ratio de liquidité globale traduit la capacité de remboursement globale à court terme de l'entreprise. En effet, il confronte l'ensemble des liquidités potentielles (actifs transformables en monnaie, à court terme) à l'ensemble des exigibilités potentielles (dettes remboursables à court terme).
$S_{12} = \frac{\text{Valeurs réalisables et disponibles}}{\text{Dettes à court terme}^*}$ ou $S_{12} = \frac{\text{Créances + Disponibilités}}{\text{Dettes à moins d'un an}^{**}}$	Ce ratio de liquidité restreinte traduit également la capacité de remboursement à court terme de l'entreprise en comparant les éléments les plus liquides de l'actif circulant aux dettes à court terme.
$S_{13} = \frac{\text{Banques, chèques postaux, caisse}}{\text{Dettes à court terme}^*}$ ou $S_{13} = \frac{\text{Disponibilités}}{\text{Dettes à moins d'un an}^{**}}$	Ce ratio de liquidité immédiate traduit une capacité de remboursement instantanée, compte tenu de l'encaisse de l'entreprise. Ce ratio fournit des indications peu fiables compte tenu de l'instabilité de l'encaisse.

* Selon la terminologie du plan comptable OCAM. ** Selon la terminologie du PCG français de 1982.

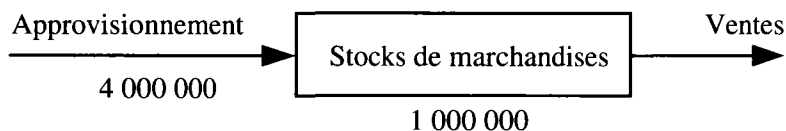
B – LES RATIOS DE ROTATION

Les ratios de rotation constituent la série qui fournit les indications qualitatives les plus riches pour l'analyse du bilan. Ces ratios traduisent en effet le rythme auquel certains éléments du bilan sont renouvelés, dans le cadre de l'activité courante de l'entreprise. On les formule à propos des encours cycliques soumis à rotation du fait des opérations d'exploitation.

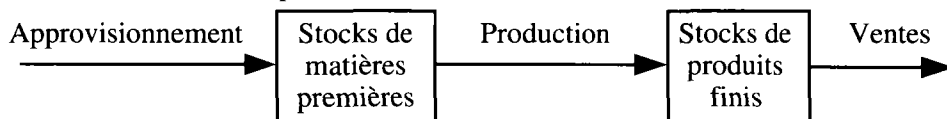
1 – Les ratios de rotation des stocks

En premier lieu, les stocks sont soumis à un constant renouvellement dû à l'effet conjugué des opérations d'approvisionnement, de production et de vente.

Pour une entreprise de distribution, par exemple, l'approvisionnement permet d'acquérir des marchandises qui alimentent le stock alors que les ventes se traduisent au contraire par un prélèvement sur les stocks constitués. C'est donc l'articulation entre les deux flux d'approvisionnement et de vente qui assure la rotation du stock.



Pour une entreprise de production, le cycle d'activité est plus complexe. En effet, une entité de ce type acquiert des matières premières, des produits intermédiaires, des fournitures et les transforme en produits finis.



Le rythme de renouvellement ou de rotation des stocks peut dès lors être déterminé par un rapprochement entre le montant du stock moyen détenu par l'entreprise et le montant des flux d'approvisionnement qui ont permis de l'alimenter au cours d'une période donnée. Ainsi, si le stock moyen s'établit à 1 000 000 francs et si le montant des approvisionnements s'établit à 4 000 000 francs au cours de la période, on peut en déduire :

- que le stock a subi quatre rotations au cours de la période, ce qui revient à calculer le rapport $4\,000\,000 / 1\,000\,000$, c'est à dire le ratio approvisionnements / stock moyen,
- que le délai nécessaire pour **un** renouvellement s'est établi en moyenne à un quart de période, ce qui revient à calculer le ratio stock moyen / approvisionnement.

De façon plus générale, on peut énoncer les ratios qui permettent de calculer la vitesse de rotation des stocks (R_1) et leur délai de rotation (R_2).

$$R_1 = \frac{\text{Approvisionnements}}{\text{Stock moyen}}$$

Ce ratio établit la **vitesse de rotation du stock**, c'est à dire le nombre de cycles qu'il décrit en moyenne au cours d'une période, compte tenu du rythme des opérations d'approvisionnement, de production et de vente. Ainsi, d'après les données ci-dessus, des achats de marchandises de 4 millions de francs permettraient, au cours d'une période donnée, d'assurer quatre renouvellements (ou quatre rotations) d'un stock moyen de 1 million de francs.

Le ratio inverse permet de déterminer le délai moyen nécessaire pour **une** rotation. En effet, si une période permet d'assurer quatre rotations, chaque rotation exige, de façon évidente, un quart de période. Cette observation permet de formuler le ratio R_2 qui énonce le **délai moyen de rotation du stock**.

$$R_2 = \frac{\text{Stock moyen}}{\text{Approvisionnements}}$$

Si les approvisionnements sont mesurés sur une période d'un an, le délai sera formulé en fraction d'années, il suffit alors de multiplier le ratio par 12 ou par 360 pour l'exprimer respectivement en mois ou en jours. Ainsi, dans l'exemple ci-dessus, une vitesse de quatre rotations dans l'année correspondrait pour une rotation à un délai de 0,25 année, ou 3 mois ($0,25 \times 12$), ou 90 jours ($0,25 \times 360$).

L'application de ces deux ratios soulève parfois des problèmes techniques qui mettent en cause l'homogénéité des deux termes de calcul. Dans le calcul de R_1 et R_2 , le stock moyen et les approvisionnements doivent être exprimés **en coût de revient hors taxes** pour que leur comparabilité soit assurée.

2 – Les ratios de rotation des créances commerciales

Les créances commerciales correspondent à des droits que l'entreprise acquiert à l'égard de ses clients, à l'occasion des ventes comportant un délai de paiement. Toute opération de vente pouvant donner lieu à l'octroi d'un délai de paiement peut ainsi entraîner la constitution de nouvelles créances. Inversement, chaque recouvrement permet de réduire l'encours de créances.

Ainsi, un flux annuel de ventes de 240 millions de francs permettrait de renouveler six fois un portefeuille moyen de créances de 40 millions. D'où la formulation du ratio R_3 qui mesure **la vitesse de rotation des créances**.

$$R_3 = \frac{\text{Ventes}}{\text{Montant moyen des créances « clients »}}$$

Inversement, le ratio R_4 mesure le **délai de rotation des créances**, c'est à dire la durée nécessaire pour **un** renouvellement du portefeuille. Ce délai correspond par exemple à 0,167 année (soit $1/6$) ou 2 mois ($0,167 \times 12$) ou 60 jours ($0,167 \times 360$) dans l'exemple ci-dessus.

$$R_4 = \frac{\text{Montant moyen des créances « clients »}}{\text{Ventes}}$$

Le ratio doit être formulé à l'aide de grandeurs comparables ; c'est pourquoi les ventes et les créances doivent être également libellées en prix de vente toutes taxes comprises.

3 – Les ratios de rotation des dettes à l'égard des fournisseurs

Les dettes contractées à l'égard des fournisseurs correspondent à des ressources que l'entreprise obtient chaque fois qu'elle bénéficie d'un délai de règlement sur un achat de biens ou de services entrant dans le cadre de son activité courante.

La **vitesse de rotation des « dettes fournisseurs »** correspond donc, pour une période donnée, au nombre de renouvellements de l'enveloppe de dettes fournisseurs que les flux d'approvisionnement permettent d'assurer.

$$R_5 = \frac{\text{Approvisionnements}}{\text{Montant moyen des dettes « fournisseurs »}}$$

Dans ce ratio R_5 , le montant des approvisionnements est établi à partir du compte de résultat. D'après la terminologie du plan OCAM, il inclut donc les consommations intermédiaires : « Matières et fournitures consommées, Transports consommés, Autres services consommés des comptes de Gestion ». D'après la terminologie du PCG français, il englobe le montant des Achats et celui des autres charges externes.

Quant au **délai de règlement des dettes fournisseurs**, il est mesuré par le ratio inverse R_6 qui peut être exprimé notamment en années, en mois ou en jours.

$$R_6 = \frac{\text{Montant moyen des dettes « fournisseurs »}}{\text{Approvisionnements}}$$

4 – L'utilité analytique des ratios de rotation

Les ratios de rotation permettent de mesurer le rythme de déroulement des opérations cycliques d'exploitation. Mais ils apportent également des indications précieuses à l'appui de l'interprétation des notions de FRN et de BFR.

En effet, les ratios de rotation permettent de mesurer la liquidité des stocks et des créances commerciales d'une part, l'exigibilité des dettes fournisseurs d'autre part. Les délais de rotation des stocks et des créances correspondent à la durée nécessaire pour transformer en monnaie ces éléments de l'actif circulant ; le calcul de ces ratios fournit donc une estimation de la **liquidité** d'une partie importante des actifs à court terme. Quant au délai de rotation des dettes fournisseurs, il mesure l'**exigibilité** de ces dernières, c'est-à-dire le terme octroyé à l'entreprise pour assurer leur règlement. Or l'évaluation de la liquidité des actifs et de l'exigibilité des dettes apporte un élément essentiel pour l'appréciation du FRN.

Par ailleurs, ces ratios éclairent la formation du BFR et permettent de comprendre l'impact des contraintes qui pèsent sur l'entreprise et justifient le besoin de financement du cycle d'exploitation.

L'étude de cas n° 4 permet d'illustrer les deux apports essentiels des ratios de rotation.

Étude de cas n° 4 - Interprétation des ratios de rotation

En cette fin 1991, la Société des Menuiseries Réunies élabore ses prévisions de gestion relatives à l'exercice 1992. Les dirigeants estiment que le niveau prévisionnel des ventes devrait s'établir à 50 millions de francs hors taxes au cours de l'exercice à venir. Ce montant devrait traduire une vive progression commerciale due à des efforts de promotion lancés à l'automne 1991. Les approvisionnements prévus portent sur des marchandises acquises auprès de tiers. Ils correspondront à un montant de 30 millions environ, la société se bornant à revendre en l'état des meubles acquis auprès d'artisans et de petits fabricants industriels. La société supporte, sur ses achats et ses ventes, des taxes calculées au taux moyen de 20 %.

Les observations conduites sur plusieurs années permettent de constater que l'entreprise subit en moyenne un délai de rotation des stocks de 2 mois, un délai de rotation des créances de 3 mois et reçoit de ses fournisseurs des délais de règlement de 2,5 mois.

Les dirigeants de la Société se demandent à quel niveau moyen le besoin en fonds de roulement (BFR) se fixera au cours de l'exercice 1992, alors qu'il avait atteint 8 millions fin 1991. Ils se demandent en outre si le niveau du fonds de roulement constitué à la fin de 1991, soit 7 millions de francs, permettra de faire face à ces besoins, dans des conditions favorables en termes d'équilibre financier.

a) Le niveau prévisionnel des stocks

Le délai moyen de rotation du stock (DS) s'établit à 2 mois. Or pour un délai exprimé en mois :

$$DS = R_2 = \frac{\text{Stock moyen}}{\text{Approvisionnements}} \times 12$$

Les termes du calcul sont exprimés hors taxes :

- Approvisionnement (hors taxes) = 30 millions,
- DS = 2 mois.

On peut alors écrire :

$$DS = \frac{\text{Stock moyen}}{\text{Approvisionnements}} \times 12 \quad \Leftrightarrow \quad SM = \text{Stock moyen} = \frac{DS \times \text{Approvisionnements}}{12}$$

$$\Rightarrow SM = \frac{2 \times 30\,000\,000}{12} \quad \Rightarrow SM = 5\,000\,000$$

b) Le niveau prévisionnel des créances

Le délai moyen de rotation des créances (DC) s'établit à 3 mois.

Or d'après la formule R_4 établie ci-dessus :

$$DC = \frac{\text{Montant moyen des créances « Clients »}}{\text{Ventes}} \times 12$$

Les termes du calcul sont ici libellés en prix de vente taxes comprises.

- Ventes taxes comprises : $50\,000\,000 \times 1,20 = 60\,000\,000$
- $DC = 3$ mois.

On peut donc écrire :

$$CM = \text{Montant moyen des créances} = \frac{DC \times \text{Ventes}}{12}$$

$$CM = \frac{3 \times 60\,000\,000}{12} \quad \boxed{CM = 15\,000\,000}$$

c) Le niveau prévisionnel des dettes fournisseurs

Le délai de rotation reçu des fournisseurs (DF) se monte à 2,5 mois. Or, d'après la formule R_6 établie ci-dessus,

$$DF = R_6 = \frac{\text{Montant moyen des dettes « fournisseurs »}}{\text{Approvisionnements}} \times 12$$

Le ratio est calculé à l'aide de grandeurs libellées toutes taxes comprises.

Le montant des approvisionnements taxes comprises se fixe à $30\,000\,000 \times 1,20 = 36\,000\,000$ francs.

On peut alors établir l'égalité :

$$FM = \text{Montant moyen des dettes fournisseurs} = \frac{DF \times \text{Approvisionnements}}{12}$$

$$\Rightarrow FM = \frac{2,5 \times 36\,000\,000}{12} \quad \boxed{\Rightarrow FM = 7\,500\,000}$$

d) Le niveau prévisionnel du BFR

Compte tenu des délais habituels qui caractérisent sa gestion, la SMR supportera un BFR dont le niveau moyen s'établira à 12,5 millions de francs environ.

Les calculs effectués ci-dessus ont permis en effet d'établir les grandeurs suivantes :

- $EC = \text{emplois cycliques prévisionnels} = \text{Stock moyen prévisionnel (SM)}$
+ créances moyennes prévisionnelles (CM)

$$\Rightarrow EC = 5\,000\,000 + 15\,000\,000 = 20\,000\,000$$

- $RC = \text{Ressources cycliques prévisionnelles}$
= Dettes fournisseurs prévisionnelles (FM)

$$\Rightarrow RC = 7\,500\,000$$

- $BFR = EC - RC = 20\,000\,000 - 7\,500\,000$ $BFR \text{ prévisionnel} = 12\,500\,000 \text{ francs}$

e) L'appréciation du niveau du fonds de roulement net (FRN)

La société bénéficie d'un FRN de 7 millions environ. Ce FRN correspond à une enveloppe de ressources permanentes susceptibles de financer des emplois cycliques et, plus généralement, susceptibles d'assurer la couverture des besoins en fonds de roulement.

Compte tenu du niveau prévisionnel de son BFR au cours de l'année 1991, la société ne disposera pas de ressources stables suffisantes pour financer l'intégralité de son BFR. Elle devra donc faire largement appel à des concours de trésorerie supplémentaires, ce qui entraînera une dégradation de sa situation globale de trésorerie. Dans ces conditions, la progression commerciale prévue pour 1991 pourrait se traduire par une détérioration financière, sauf si l'entreprise peut contenir la progression de son BFR ou reconstituer son FRN par l'accumulation de bénéfices ou par l'obtention de nouveaux capitaux permanents.

Chapitre 6

L'analyse des flux financiers

*L'analyse statique permet d'étudier le bilan et d'en dégager les caractéristiques majeures. Elle reflète ainsi **la structure financière** de l'entreprise et la logique de financement qui la sous-tend, à un instant donné.*

*L'étude des flux financiers permet pour sa part de passer à une **analyse dynamique** qui met l'accent sur les évolutions observables au cours d'une période donnée. Elle permet, en conséquence, de faire ressortir **les orientations de la politique financière** en matière d'investissement, de financement, de transformation des conditions d'équilibre financier.*

*De fait, le **concept de flux financier** soulève des problèmes techniques complexes à cause de la diversité des modes possibles de définition de ces flux (**Section 1**).*

*Mais, malgré sa complexité, ce concept permet d'établir des **tableaux d'emplois-ressources** suivant des modèles de présentation variés. Certains de ces modèles s'en tiennent à une distinction simple entre emplois et ressources et conduisent à la construction de tableaux de financement. D'autres mettent l'accent de façon détaillée sur les mouvements patrimoniaux et présentent donc une justification plus précise des emplois et ressources (**Section 2**).*

*Enfin, les praticiens de l'analyse financière font de plus en plus largement appel à des **tableaux de flux de fonds** dont la construction met en cause des flux monétaires d'encaissement et de décaissement provoqués par l'activité de l'entreprise. Ces tableaux rapprochent l'étude des flux financiers de l'analyse des mouvements de trésorerie (**Section 3**).*

SECTION 1 – VARIATIONS DU BILAN ET SIGNIFICATION DES MOUVEMENTS PATRIMONIAUX

De façon générale, un flux économique traduit toujours un mouvement qui affecte un élément patrimonial. De même, les flux financiers correspondent à la variation de composantes du bilan, au cours d'une période donnée. *Les tableaux de flux financiers cherchent précisément à établir une récapitulation synthétique des mouvements patrimoniaux pour parvenir à une représentation cohérente des opérations fondamentales effectuées au cours d'une période donnée.*

A – LES DIFFÉRENTS TYPES DE MOUVEMENTS PATRIMONIAUX

Les mouvements affectant le patrimoine peuvent être classés et regroupés à l'aide de critères analytiques divers.

D'après leur **incidence sur la position externe** de l'entreprise, on peut distinguer des « flux externes » qui modifient la position de l'entreprise vis-à-vis des tiers et des « flux internes » qui ne comportent pas d'incidence sur cette position.

D'après la **durée de leurs effets**, on peut opposer des flux à long et moyen terme et des flux à court terme.

D'après les **domaines d'activité** qui ont permis de les produire, on distinguera des « flux de gestion » liés à l'activité courante de l'entreprise et des « flux financiers » (liés à la gestion financière).

Prenant en compte la **nature des éléments qu'ils mettent en mouvement**, on différencie des « flux physiques » ou « réels » mettant en cause des biens corporels et des flux financiers mettant seulement en jeu des variations de titres de créance-dette.

Mais, quelle que soit la variété des critères selon lesquels on peut différencier les flux patrimoniaux, la séparation entre flux d'emplois et de ressources demeure encore la distinction la plus importante.

B – LES NOTIONS D'EMPLOI ET DE RESSOURCES

1 – La formation des ressources

Dans la perspective d'une analyse de flux, la **notion de ressource** s'applique à tout apport nouveau de fonds consenti à l'entreprise. Toute opération qui fournit des fonds supplémentaires, c'est-à-dire une rentrée potentielle de monnaie dans les caisses de l'entreprise, doit donc être considérée comme génératrice de ressources.

Parmi les mouvements patrimoniaux intervenant entre deux dates, deux types de ressources peuvent alors être identifiées.

En premier lieu, **toutes les opérations qui augmentent un élément du passif** du bilan traduisent un apport additionnel de fonds, donc une ressource pour l'entreprise.

Ainsi, lorsque celle-ci reçoit des fonds grâce à un concours bancaire supplémentaire, son bilan enregistre l'augmentation d'un élément du passif qui signale tout à la fois :

- que l'entreprise a contracté un nouvel engagement à l'égard de la banque,
- que l'entreprise a obtenu une ressource nouvelle.

De même, lorsqu'un fournisseur consent un délai de paiement, tout se passe comme si l'entreprise bénéficiait d'une source de fonds additionnels. L'augmentation du poste « fournisseurs » au passif traduit en même temps :

- une nouvelle dette, donc un nouvel engagement vis-à-vis d'un tiers,
- un nouvel apport de ressources bénéficiant à l'entreprise.

En second lieu, **des opérations qui se traduisent par la diminution d'un compte d'actif** signalent également la constitution de ressources nouvelles pour l'entreprise.

Ainsi, lorsque celle-ci cède des immobilisations, la diminution d'actif observée exprime :

- la diminution de certains avoirs détenus par l'entreprise,
- mais aussi l'obtention de fonds supplémentaires, puisque la cession s'effectue contre monnaie.

De même, lorsque l'entreprise constate la diminution d'un poste de créance, ce mouvement patrimonial reflète indifféremment :

- la diminution du portefeuille de créances,
- mais aussi le recouvrement de créances antérieurement détenues, ce qui occasionne des ressources.

Au total, les mouvements patrimoniaux qui se traduisent par l'augmentation d'un élément du passif ou par la diminution d'un élément de l'actif signalent généralement l'obtention de fonds supplémentaires par l'entreprise, donc des ressources.

2 – L'identification des emplois

Dans le contexte de l'analyse des flux financiers, la notion **d'emploi de fonds** s'applique à toute opération qui requiert une avance de fonds, c'est-à-dire une remise de monnaie immédiate ou différée.

Toute **augmentation d'actif** traduisant une acquisition correspond ainsi à un emploi. Lorsque l'entreprise acquiert par exemple un équipement ou des titres, on observe une augmentation d'actif qui reflète l'acquisition de biens ou d'actifs financiers sur lesquels l'entreprise exerce ses droits. Mais cette acquisition aura également requis une remise de fonds, donc un emploi.

Enfin, **toute diminution d'un poste du passif** correspond à l'extinction d'une obligation vis-à-vis d'un tiers. Or une telle extinction n'est habituellement obtenue qu'à la suite d'un règlement, c'est-à-dire d'une remise de fonds par l'entreprise, au bénéfice du tiers à l'égard duquel elle était engagée. Ainsi, la diminution d'un poste du passif requiert généralement un emploi de fonds.

C – LA DISTINCTION ENTRE EMPLOIS ET RESSOURCES

L'analyse qui précède permet de parvenir à un schéma de synthèse que résume la figure 1.

Figure 1 – Tableau de synthèse des emplois et ressources

	Ressources	Emplois
Signification analytique	. Nouvelles utilisations de fonds ou nouvelles mises de fonds effectuées par l'entreprise au cours de la période étudiée.	. Sources des fonds additionnels obtenus par l'entreprise au cours de la période étudiée.
Mouvements patrimoniaux ou variation du bilan correspondant à une	. Augmentation de postes de l'actif (↑ A) . Diminution de postes du passif (↓ P)	. Augmentation de postes du passif (↑ P) . Diminution de postes de l'actif (↓ A)

Malgré l'extrême diversité des modèles sur la base desquels on construit les tableaux d'emplois et ressources ou tableaux de financement, toutes les présentations utilisées constituent de simples variantes, plus ou moins élaborées, de ce schéma de synthèse fondamental.

SECTION 2 – CONSTRUCTION ET INTERPRÉTATION
DES TABLEAUX D'EMPLOIS ET RESSOURCES

A – PRINCIPES DE CONSTRUCTION

La démarche qui permet d'établir un tableau des emplois et ressources comporte en général trois étapes fondamentales.

Une première étape consiste dans la mise en évidence **des mouvements patrimoniaux**, c'est-à-dire des variations d'actif et de passif, intervenues au cours de la période étudiée. Cette étape conduit à la confection d'un document de synthèse dont la dénomination varie selon les pays ou les analystes. « Bilan différentiel », « balance des mutations », « tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux » constituent quelques-unes des appellations utilisées pour désigner ce relevé synthétique des mouvements patrimoniaux.

Une seconde étape consiste dans l'établissement d'un **tableau détaillé d'emplois et ressources**, suivant ou non une présentation normalisée par un plan comptable national.

Enfin, une troisième étape conduit parfois à une **présentation plus résumée** qui met l'accent sur les opérations fondamentales, caractéristiques de la politique financière conduite au cours de la période étudiée.

Figure 2 – La procédure de construction des tableaux de flux

ÉTAPES DE L'ANALYSE	CONTENU DES INFORMATIONS TRAITÉES
<div>Relevé des mouvements patrimoniaux ("Bilan différentiel" ou "Tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux")</div>	<div>. Variation des comptes d'actif</div> <div>. Variation des comptes de passif</div>
<div>Tableau détaillé des Emplois et Ressources</div>	<div>. Sources des fonds additionnels obtenus par l'entreprise au cours de la période ("Ressources")</div> <div>. Utilisations nouvelles des fonds par l'entreprise ("Emplois")</div>
<div>Tableau de Financement</div>	<div>. Regroupements significatifs des emplois et ressources</div>

1 – Le relevé des mouvements patrimoniaux

La première étape de la construction d'un tableau d'emplois et ressources permet d'établir un relevé des mouvements ayant affecté le patrimoine entre deux dates consécutives. Le tableau récapitulatif confectionné à cette fin peut faire l'objet de présentations variées. À titre indicatif, la figure 3 fournit deux schémas de présentation d'un tel tableau. Le premier, non normalisé, correspond au tracé d'un « bilan différentiel ». Le second reprend le tracé du « tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux » développé par le plan comptable de l'OCAM.

Figure 3 – Deux présentations du relevé des mouvements patrimoniaux

Schéma n° 1 – La structure d'un « bilan différentiel » selon les états du PCG français de 1982

Postes	Montant à fin n	Montant à fin n - 1	Variation entre n - 1 et n
Actif			
Frais et valeurs incorporelles immobilisées			
Immobilisations corporelles			
...			
Total général			
Passif			
Capital propres			
Réserves			
...			
Total général			

Schéma n° 2 - La structure simplifiée d'un « tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux » (Plan OCAM)

Numéro des comptes	INTITULÉ DES COMPTES	Solde à l'ouverture de la période	Mouvements patrimoniaux de la période +/-	Solde à la clôture de la période
	Actif ...			
	Passif ...			

2 – Le tableau détaillé des emplois et ressources

Le bilan différentiel ou le tableau des mouvements patrimoniaux ayant permis d'identifier les variations subies par le bilan, il reste à agencer la présentation de ces flux pour parvenir à un tableau permettant une interprétation efficace des évolutions financières relevées au cours d'une période déterminée.

a) Le schéma de base du tableau des emplois et ressources

Le schéma analytique de base qui permet de structurer un tableau d'emplois et ressources demeure celui établi figure 1, quelles que soient par ailleurs les subtilités techniques qui conduisent à différencier les variantes proposées par les spécialistes de l'analyse financière.

Figure 4 – Rappel du schéma de base du tableau des emplois et ressources

Emplois		Ressources	
↑ A	(Augmentations affectant des comptes de l'actif)	↑ P	(Augmentations affectant des comptes du passif)
↓ P	(Diminutions affectant des comptes du passif)	↓ A	(Diminutions affectant des comptes de l'actif)

Mais l'établissement d'un tel schéma ne saurait constituer qu'une étape dans l'élaboration d'un tableau significatif. En effet, cette présentation regroupe les emplois et ressources dans des ensembles indifférenciés ; c'est pourquoi il est nécessaire d'y introduire des critères appropriés de classement des flux pour que l'interprétation du tableau commence à présenter un réel intérêt.

Deux critères majeurs sont généralement privilégiés dans cette perspective :

- la durée ou le terme des emplois et ressources,
- la nature des opérations ayant donné lieu à la circulation de ces flux.

b) La prise en compte de la durée des emplois et ressources

Sur la base d'un critère de durée, il est possible de dissocier les flux selon leur stabilité prévisible.

Les sources de fonds peuvent correspondre à des ressources durables, supposées acquises par l'entreprise, à plus d'un an. Elles sont en général liées soit à une augmentation d'éléments des capitaux permanents (\uparrow capitaux permanents), soit à la diminution d'éléments d'actif immobilisé (\downarrow actifs immobilisés).

Quant aux ressources à court terme, elles correspondent à des augmentations de dettes à court terme (\uparrow dettes à court terme) ou à des réductions d'éléments de l'actif circulant (\downarrow actifs circulants).

Les emplois stables, à plus d'un an, s'analysent comme des acquisitions d'éléments de l'actif immobilisé (\uparrow actifs immobilisés), ou comme des réductions d'éléments de capitaux permanents (\downarrow capitaux permanents).

Enfin, les emplois à court terme sont liés à l'acquisition d'éléments de l'actif circulant (\uparrow actifs circulants) ou au remboursement de dettes à court terme (\downarrow dettes à court terme).

Le schéma 5 ci-après présente une récapitulation des regroupements des flux classés selon leur durée.

Figure 5 – Classement des emplois et des ressources selon la durée

Emplois	Ressources
ELMT (Emplois à long et moyen terme)	RLMT (Ressources à long et moyen terme)
\uparrow AI (augmentations d'éléments de l'actif immobilisé)	\uparrow CP (augmentations d'éléments des capitaux permanents)
\downarrow CP (diminutions d'éléments des capitaux permanents)	\downarrow CP (diminutions d'éléments de l'actif immobilisé)
ECT (Emplois à court terme)	RCT (Ressources à court terme)
\uparrow AC (augmentations d'éléments de l'actif circulant)	\uparrow DCT (augmentations d'éléments de dettes à court terme)
\downarrow DCT (diminutions d'éléments des dettes à court terme)	\downarrow AC (diminutions d'éléments de l'actif circulant)
Ensemble des emplois	Ensemble des ressources

c) La prise en compte de la nature des opérations

La prise en compte de la nature des opérations qui suscitent emplois et ressources conduit essentiellement à dissocier les mouvements relatifs aux grandes fonctions de gestion de l'entreprise. Elle peut également mettre l'accent sur la différence entre mouvements à caractère financier et mouvements liés à l'activité courante de l'entreprise.

Ainsi, le tableau de financement du plan comptable général français de 1982 distingue en premier lieu les flux en fonction de leur stabilité ; mais, dans un second temps, il procède à une dissociation selon qu'ils concernent des éléments d'exploitation, des éléments hors exploitation ou des éléments de trésorerie.

De même, le tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux du plan comptable de l'OCAM articule également un classement des flux selon la durée et un classement selon la nature des flux (Figure 6).

Figure 6 – Principe de classement des emplois et ressources selon le plan comptable de l'OCAM

Emplois	Flux physiques	LT	Ressources	de gestion
		CT		à long terme
	Flux financiers	LT		à court terme
		CT		

B – LA CONSTRUCTION DU TABLEAU DE FINANCEMENT

Conformément à la démarche décrite dans le schéma de la figure 2, la construction du tableau de financement procède d'un regroupement significatif des emplois et ressources identifiés, d'abord grâce à l'analyse des mouvements patrimoniaux, puis grâce à l'établissement d'un tableau détaillé des emplois et ressources.

On présentera ici le tableau de financement selon trois formes distinctes.

La première adoptera le tracé normalisé par le PCG français de 1982.

La deuxième sera adaptée aux concepts d'analyse de flux du plan comptable OCAM ; comme ce dernier ne prévoit pas de tableau de financement à proprement parler, on se référera à celui recommandé par le plan comptable zaïrois et qui met en œuvre les concepts et la terminologie du plan de l'OCAM.

On proposera enfin une **troisième présentation, non normalisée**, mais qui fournit un cadre efficace pour l'étude des flux financiers.

1 – La présentation du PCG français de 1982

La présentation du PCG français (figure 7) établit une distinction entre flux « stables » et flux relatifs à court terme. Les flux « stables » sont repris dans **un premier tracé** qui fait apparaître :

- les emplois (« stables »),
- les ressources (« durables »),

et qui s'ajuste sur la variation du fonds de roulement net global.

Quant aux flux de court terme, ils sont repris dans un **second tracé** qui justifie les « variations du fonds de roulement net global ».

Le traitement de l'application n° 5 ci-après permettra d'illustrer et de commenter les aspects techniques liés à la construction d'un tel tableau.

Figure 7 – Principe de présentation du tableau de financement du PCG français de 1982

Emplois (stables)	Ressources (durables)
<ul style="list-style-type: none"> . Acquisitions d'éléments de l'actif immobilisé . Charges à répartir . Remboursement de dettes financières . Réduction des capitaux propres . Distributions mises en paiement au cours de l'exercice 	<ul style="list-style-type: none"> . Capacité d'autofinancement (CAF) . Cessions ou réductions d'éléments de l'actif immobilisé . Augmentation des capitaux propres . Augmentation des dettes financières
. Variation du Fonds de roulement net global (+)	. Variation du Fonds de roulement net global (-)
<div style="display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> + ← <div style="border: 1px solid black; padding: 2px 10px;">Δ FRNG</div> → - </div>	

Variations du FRNG			
	Besoins	Dégagements	Soldes
A - Variations « Exploitation »			
1 - Variation des actifs d'exploitation			
2 - Variation des dettes d'exploitation			
(A)			
B - Variations « Hors Exploitation »			
1 - Variation des autres débiteurs			
2 - Variation des autres créditeurs			
(B)			
C - Variations « Trésorerie »			
(C)			
Variation du FRNG			

2 – Une présentation prolongeant les concepts du plan OCAM : le modèle du plan comptable zaïrois

Le modèle de tableau de financement présenté par le plan zaïrois (figure 8) permet également de dissocier deux sous-ensembles de flux.

. **Les flux durables** (« ressources permanentes » et « emplois stables ») permettent de dégager la variation du fonds de roulement selon l'un des ajustements suivants :

- . Ressources permanentes > Emplois stables $\Leftrightarrow \Delta \text{FRN} > 0$ (« Accroissement »)
- . Emplois stables > Ressources permanentes $\Leftrightarrow \Delta \text{FRN} < 0$ (« Prélèvement »)
- . Ressources permanentes = Emplois stables $\Leftrightarrow \Delta \text{FRN} = 0$

• **Les flux à court terme** justifient pour leur part l'évolution du FRN en parvenant, bien entendu, à la même variation que celle dégagée grâce à la comparaison des flux durables.

Figure 8 – Une présentation du tableau de financement dans le prolongement du plan OCAM : le modèle du plan zairois

Ressources permanentes
I - Ressources de gestion <ul style="list-style-type: none">. Résultat. Amortissements. Provisions...
II - Ressources exceptionnelles <ul style="list-style-type: none">. Ressources sur sorties d'immobilisations. Ressources sur sorties de titres. Subventions d'équipement
III - Ressources de fonds propres <ul style="list-style-type: none">. Apports
IV - Ressources d'emprunts à long et moyen terme
V - Prélèvement sur FRN (si $\Delta \text{FRN} < 0$)

Emplois stables
I - Emplois en valeurs incorporelles immobilisées
II - Emplois en immobilisations
III - Emplois en autres valeurs immobilisées
IV - Charges à étaler (sur plusieurs exercices)
V - Remboursement des dettes à moyen et long terme
VI - Emplois en fonds propres <ul style="list-style-type: none">. Remboursement ou diminution de fonds sociaux. Distribution de réserves
VIII - Accroissement du FRN (si $\Delta \text{FRN} > 0$)

Évolution du FRN
I - Variation des actifs circulants <ul style="list-style-type: none">. Stocks. Réalisables. Disponibles. Comptes de régularisation-actif...
II - Variation des dettes à court terme <ul style="list-style-type: none">. Dettes à court terme. Provisions pour dépréciation des actifs circulants. Comptes de régularisation-passif
III - Variation du FRN (I - II)

On observera, malgré une légère différence de terminologie, la parenté de cette présentation avec celle du PCG 1982. Toutefois, la comparaison détaillée permet de relever de notables différences sur le traitement des variations de dettes financières. Celles-ci sont toutes reprises en ressources stables par le PCG de 1982, quelle que soit leur durée, alors que le plan comptable zairois dissocie les mouvements affectant les dettes à plus d'un an (regroupées au sein des ressources stables) et ceux relatifs aux dettes à moins d'un an.

En revanche, les deux présentations traitent de façon quasi-identique les ressources d'autofinancement considérées comme « capacité d'autofinancement » (CAF) par le PCG de 1982 et comme « ressources de gestion » par le plan zairois. La seule différence notable dans le traitement de cette notion tient à la prise en compte des dividendes. Dans le PCG de 1982, le résultat global de l'exercice est considéré comme une composante de la CAF alors que les distributions mises en paiement au cours de l'exercice, donc prélevées sur les bénéfices de l'exercice précédent, sont analysées comme un emploi de fonds ; dans ces conditions, la CAF englobe des ressources susceptibles d'être prélevées à court terme par les associés, au titre des dividendes qui leur seront distribués dans les mois suivant la clôture de l'exercice. Dans le plan zairois, les dividendes et tantièmes à verser sont déduits des ressources de gestion qui apparaissent alors strictement comme l'autofinancement de la période.

Figure 9 – Comparaison entre les tableaux de financement du PCG et du plan zairois

Différences de traitement majeures	Plan comptable général (1982)	Plan comptable Zaïrois
Ressources d'autofinancement	<div><div><div>. Mesure de la CAF en ressources</div><div>. Prise en compte des dividendes mis en paiement au cours de l'exercice en emplois.</div></div><div><div>Emplois Dividendes mis en paiement en t sur les bénéfices de t - 1</div><div>Ressources CAF (t) + Résultat (t) + Dotations (t) ...</div></div></div>	<div><div><div>. Mesure de l'autofinancement effectif après soustraction des dividendes et tantièmes à verser des « ressources de gestion ».</div></div><div><div>Emplois -</div><div>Ressources de gestion + Résultat (t) + Dotations (t) ...</div></div></div>
Dettes	<div><div>Prise en compte de l'ensemble des dettes financières, quel qu'en soit le terme</div><div><div>. en ressources durables (nouveaux emprunts)</div><div>. en emplois stables (remboursements).</div></div></div>	<div><div>Prise en compte des seules dettes financières à plus d'un an</div><div><div>. en ressources durables (« ressources d'emprunt à long et moyen terme »)</div><div>. en emplois stables (« remboursement des dettes à long et moyen terme »).</div></div></div>
Fonds de roulement	<div><div>Détermination d'une Δ FRNG dont le calcul prend en compte certains flux à court terme.</div></div>	<div><div>Calcul d'une Δ FRN dont la détermination prend en compte les seuls éléments à long et moyen terme.</div></div>
Emplois et ressources à court terme	<div><div>Présentation des variations faisant apparaître</div><div><div>. la Δ BFRE</div><div>. la Δ BFRHE</div><div>. la Δ trésorerie nette</div></div></div>	<div><div>Présentation globale des variations</div><div><div>. d'actifs circulants</div><div>. de dettes à court terme</div></div></div>

3 – Une présentation synthétique du tableau de financement

Les présentations normalisées telles que celles proposées ci-dessus fournissent des solutions techniquement élaborées pour la construction des tableaux de flux financiers. Mais leur complexité même alourdit le travail requis par leur élaboration et rend leur interprétation délicate.

C'est pourquoi une dernière présentation, plus synthétique et moins formaliste, se trouve suggérée ici. Elle constitue un outil de diagnostic dont la lisibilité et la simplicité compensent probablement une perte possible de précision dans la reconstitution des flux d'emplois et de ressources.

Partant des schémas fondamentaux justifiés ci-dessus (voir les figures 5 et 6), ce tableau met l'accent sur une analyse fine des emplois et ressources à moyen et long terme et sur une analyse abrégée des emplois et ressources à court terme.

Figure 10 – Distinction des emplois et ressources selon le terme

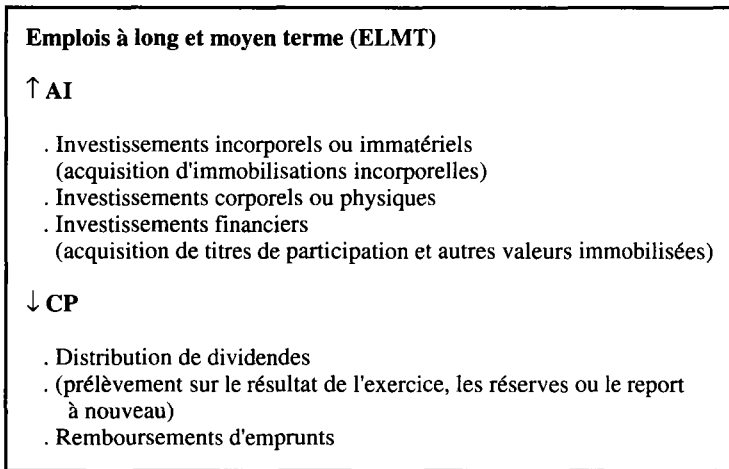
Emplois	Ressources
↑ A	↑ P
↓ P	↓ A

Emplois	Ressources
ELMT	RLMT
↑ AI	↑ CP
↓ CP	↓ AI
ECT	RCT
↑ AC	↑ DCT
↓ DCT	↓ AC

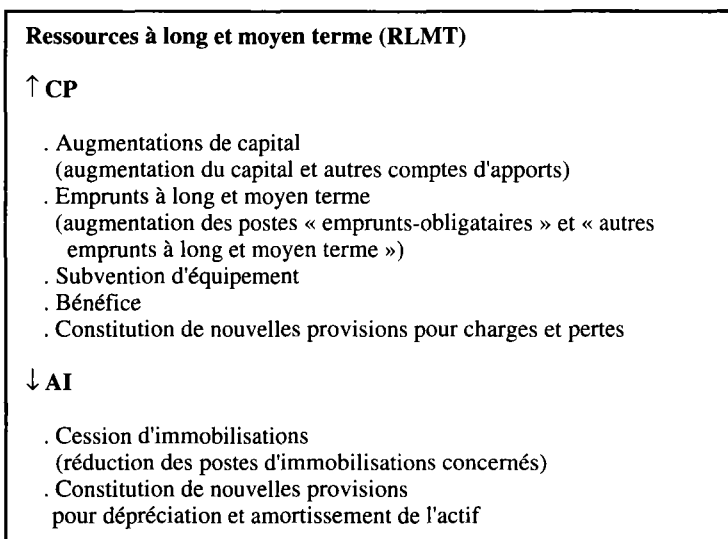
L'analyse des emplois et ressources à long et moyen terme (ELMT, RLMT) repose sur la reconstitution des **opérations financières fondamentales** susceptibles de justifier la circulation de tels flux.

a) Les flux à long terme

En premier lieu, **les emplois à long et moyen terme (ELMT)** sont liés soit à des opérations qui augmentent des postes de l'actif immobilisé (↑ AI), soit à des opérations qui réduisent des postes de capitaux permanents (↓ CP). Les premières correspondent essentiellement à des **investissements** ; elles se traduisent, soit par des acquisitions d'immobilisations immatérielles ou incorporelles (fonds de commerce, droit au bail, brevets, licences ...), soit par l'acquisition d'immobilisations corporelles (terrains, immeubles, matériel de transport, machines ...) ou financières (titres et autres valeurs immobilisées). Quant aux réductions de capitaux permanents (↓ CP), elles sont surtout liées à des remboursements d'emprunts et à la distribution d'une fraction de résultat, des réserves ou du report à nouveau.

Figure 11 – Analyse détaillée des emplois à long et moyen terme

En deuxième lieu, **les ressources à long et moyen terme (RLMT)** sont engendrées par des opérations qui augmentent des postes de capitaux permanents (↑ CP) ou réduisent des postes d'actif immobilisé (↓ AI). Les premières correspondent à des augmentations de capital, des emprunts, l'obtention de subventions ou l'accumulation de bénéfices non distribués. De même, les réductions d'actifs immobilisés (↓ AI) dégagent aussi des ressources lorsqu'elles traduisent des cessions qui fournissent de nouvelles liquidités à l'entreprise ; enfin la constitution de dotations aux amortissements et provisions pour dépréciation contribue également à la formation des ressources d'autofinancement de l'exercice (voir Chapitre 4, p. 76).

Figure 12 – Analyse détaillée des ressources à long et moyen terme (RLMT)

L'analyse des emplois et ressources à long et moyen terme permet de justifier la **variation du fonds de roulement** selon l'un des deux ajustements repris dans les deux schémas ci-dessous.

Figure 13 – L'ajustement des emplois et ressources à long et moyen terme

a - $RLMT > ELMT \Rightarrow \Delta FRN > 0$ « Reconstitution du fonds de roulement »		b - $ELMT > RLMT \Rightarrow \Delta FRN < 0$ « Prélèvement sur le fond de roulement »	
ELMT	RLMT	ELMT	RLMT
7 000 000	10 000 000	18 000 000	12 000 000
$\Delta FRN (\uparrow)$		$\Delta FRN (\downarrow)$	
3 000 000			6 000 000

b) Les flux à court terme

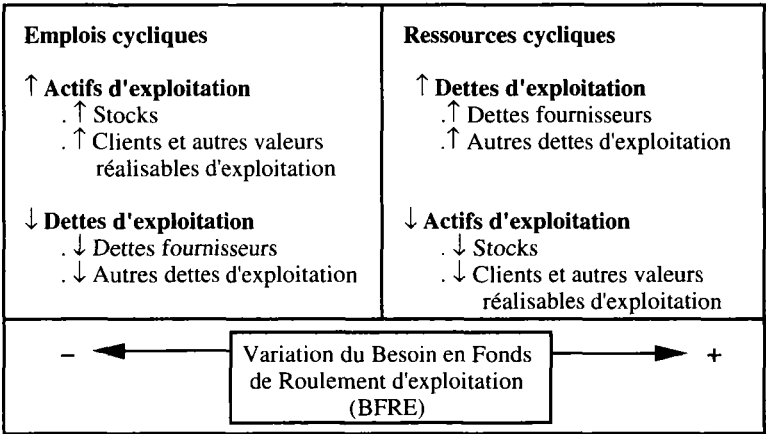
Quant à l'analyse des **emplois et ressources à court terme**, elle permet de justifier la variation du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie. À cette fin, les emplois et ressources à court terme doivent être simplement différenciés selon qu'ils correspondent à des flux d'exploitation, à des flux hors exploitation ou à des flux de trésorerie.

Les **flux d'exploitation** correspondent aux emplois et ressources directement liés au métier principal de l'entreprise et à des opérations d'approvisionnement, de production et de commercialisation. Les **emplois d'exploitation ou emplois cycliques (EC)** portent ainsi sur l'accumulation de montants additionnels en stocks ou de créances commerciales. Les remboursements de dettes fournisseurs s'analysent également comme des emplois cycliques.

Les **ressources d'exploitation ou ressources cycliques (RC)** sont essentiellement procurées par l'apport de nouveaux crédits fournisseurs, des opérations de destockage ou le recouvrement de créances d'exploitation.

Figure 14 – L'ajustement des emplois et ressources cycliques

a - Principe d'ajustement



b - Illustrations

Hypothèse N° 1 : $EC > RC \Rightarrow \Delta BFRE > 0$

« alourdissement du BFRE »

EC		RC	
. ↑ Stocks	+ 5 000	. ↑ Fournisseurs	6 000
. ↑ Créances	+ 3 000		
		$\Delta BFRE (\uparrow)$	2 000

Hypothèse N° 2 : $RC > EC \Rightarrow \Delta BFRE < 0$

« allègement du BFRE »

EC		RC	
. ↑ Stocks	2 000	. ↑ Fournisseurs	2 500
. ↑ Créances	1 000	. ↑ Autres dettes d'exploitation	1 500
$\Delta BFRE (\downarrow)$	1 000		

Les flux hors exploitation correspondent essentiellement à des variations affectant des comptes d'autres débiteurs, d'autres créditeurs et divers postes de créance ou de dette extérieurs à l'exploitation. Ils déterminent la variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation (BFRHE).

Enfin, **les flux de trésorerie** correspondent à des variations des comptes financiers à court terme créditeurs (titres à court terme, disponibilités en caisse ou en banque ...) et débiteurs (concours bancaires à moins d'un an et autres emprunts à moins d'un an ...).

La synthèse des flux à court terme peut dès lors faire ressortir les variations du BFRE, du BFRHE, de la trésorerie et, compte tenu de la relation de trésorerie, conduit à reconstituer la variation du fonds de roulement.

Trésorerie = Fonds de roulement - Besoin en fonds de roulement

\Rightarrow

$$\Delta T = \Delta FRN - \Delta BFR$$

Figure 15 – L'ajustement des flux à court terme

Emplois à court terme (ECT)	Ressources à court terme (RCT)
↑ Actifs d'exploitation ↓ Dettes d'exploitation	↑ Dettes d'exploitation ↓ Actifs d'exploitation
↑ Actifs hors exploitation ↓ Dettes hors exploitation	↑ Dettes hors exploitation ↓ Actifs hors exploitation
↑ Actifs financiers de trésorerie (créditeurs) ↓ Dettes financières de trésorerie	↑ Dettes financières de trésorerie ↓ Actifs financiers de trésorerie
$\Delta FRN = \Delta BFRE + \Delta BFRHE + \Delta T$ $\Leftrightarrow \Delta T = \Delta FRN - \Delta BFR$	

Étude de cas N° 5

La construction du tableau d'emplois et ressources

On souhaite établir le tableau des emplois et ressources de la Société Tropigel dont les bilans à fin 1989 et 1990 sont présentés ci-dessous. Cette société exerce une activité d'entretien et de maintenance de matériel frigorifique. Elle a développé depuis 1988 un important programme d'investissements et a pris, en 1989 et 1990, le contrôle de la Société Frimatic, une petite entreprise qui exerce la même activité.

La société Tropigel : Bilan de fin d'exercice

Actif (nomenclature OCAM)	Actif (nomenclature PCG)	1990	1989
Frais et valeurs incorporelles immobilisées.	Immobilisations incorporelles		
Valeurs brutes	Valeurs brutes	(1 106 283)	(0)
– amortissement	– amortissement	(– 123 552)	(0)
		982 731	0
Immobilisations corporelles	Immobilisations corporelles		
Terrains	Terrains	16 395 997	13 479 347
Autres immobilisations corporelles.	Autres immobilisations corporelles		
Valeurs brutes	Valeurs brutes	(144 837 442)	(81 617 440)
– amortissement	– amortissement	(– 73 248 572)	(– 47 892 553)
		71 588 870	33 724 887
Autres valeurs immobilisées	Immobilisations financières	16 027 600	10 078 304
Valeurs d'exploitation (Stocks)	Stocks et en-cours	451 380	381 145
Valeurs réalisables à court terme	Créances		
Fournisseurs. Avances et acomptes versés	Fournisseurs. Avances et acomptes	308 851	495 012
Clients	Clients et compte rattachés	294 265 672	223 804 622
Titres à court terme	Valeurs immobilières de placement	14 368 443	30 792 987
Disponible	Disponibilités	28 981 321	67 892 258
Total général	Total général	443 370 865	380 648 562
Passif (nomenclature OCAM)	Passif (nomenclature PCG)		
Capital social	Capital	10 000 000	10 000 000
Réserves	Réserves	145 627 137	101 121 348
Report à nouveau	Report à nouveau	75 858 819	57 634 960
Provisions pour charges	Provisions pour risques et charges	5 421 554	4 826 410
Dettes à long et moyen terme	Emprunts et dettes financières (à + d'un an)	16 061 563	12 090 605
Dettes à court terme			
Fournisseurs	Fournisseurs et compte rattachés	118 719 830	101 473 155
Clients. Avances et acomptes reçus	Avances et acomptes reçus sur commandes en cours	15 731 515	12 442 938
État, ...	Dettes fiscales et sociales	49 939 394	48 155 009
Emprunts à moins d'un an	Emprunts et dettes financières (à - d'un an)	6 011 053	7 558 697
Dividendes à verser	Autres dettes		25 345 440
Total général	Total général	443 370 865	380 648 562

On apprend en outre que la société a, en 1990 :

- remboursé par anticipation une dette de 4 250 000 francs dont l'échéance avait été initialement fixée à fin 1992,
- cédé des terrains dont la valeur comptable se montait à 2 895 600 francs,
- réalisé des titres de participation sur la société Frigoli (valeur comptable : 3 810 000 francs) puisqu'elle avait décidé de se dégager de cette participation,
- cédé des constructions dont la valeur brute se montait à 13 645 150 francs et qui avaient été amorties à hauteur de 3 672 745 francs.

On apprend en outre que les cessions n'ont généré ni plus-value ni moins-value. L'ensemble des dotations aux amortissements et provisions s'est monté à 29 747 460 francs au cours de l'exercice 1989. Le résultat de l'exercice s'est établi à 62 729 648 francs. La société a distribué 25 345 440 francs en 1990, au titre du résultat de l'exercice 1989, conformément aux résolutions arrêtées par l'assemblée générale du 12 juin 1990. En revanche, elle prévoit de ne pas distribuer de dividendes au titre du résultat de 1990. Enfin, les dettes financières à moins d'un an correspondent à des crédits bancaires de trésorerie et peuvent être considérées comme des « concours bancaires courants ».

Établissement du bilan différentiel de l'exercice 1990

Actif	Fin 1990	Fin 1989	Variation
Frais et valeurs incorporelles immobilisées.			
Valeurs brutes	1 106 283	0	1 106 283
– amortissement	– 123 552	0	– 123 552
	982 731	0	982 731
Immobilisations corporelles			
Terrains	16 395 997	13 479 347	2 916 650
Autres immobilisations corporelles.			
Valeurs brutes	144 837 442	81 617 440	63 220 002
– amortissement	– 73 248 572	– 47 892 553	– 25 356 019
	71 588 870	33 724 887	37 863 983
Autres valeurs immobilisées	16 027 600	10 078 304	5 949 296
Valeurs d'exploitation (Stocks)	451 380	381 145	70 235
Valeurs réalisables à court terme			
Fournisseurs. Avances et acomptes versés	308 851	495 012	– 186 161
Clients	294 265 672	223 804 622	70 461 050
Titres à court terme	14 368 443	30 792 987	– 16 424 544
Disponible	28 981 321	67 892 258	– 38 910 937
Total général	443 370 865	380 648 562	62 722 303
Passif			
Capital social	10 000 000	10 000 000	0
Réserves	145 627 137	101 121 348	44 505 789
Report à nouveau	72 858 819	57 634 960	18 223 859
Provisions pour charges	5 421 554	4 826 410	595 144
Dettes à long et moyen terme	16 061 563	12 090 605	3 970 958
Dettes à court terme			
Fournisseurs	118 719 830	101 473 155	17 246 675
Clients. Avances et acomptes reçus	15 731 515	12 442 938	3 288 577
État...	49 939 394	48 155 009	1 784 385
Emprunts à moins d'un an	6 011 053	7 558 697	– 1 547 644
Dividendes à verser		25 345 440	– 25 345 440
Total général	443 370 865	380 648 562	62 722 303

La présentation du bilan différentiel se borne à reprendre, pour chaque poste du bilan, la variation globale résultant des opérations de la période.

La présentation du tableau des mouvements patrimoniaux retenue ci-après introduit pour sa part deux ensembles d'apports additionnels.

D'une part, elle détaille la variation globale, en reconstituant de façon plus fine les flux d'augmentation et de diminution dont ces mouvements patrimoniaux résultent. Ainsi, d'après les données fournies, le bilan différentiel fait apparaître une augmentation du poste « terrains » pour 2 916 650 francs alors que cette augmentation résulte de la compensation entre des cessions de 2 895 600 francs et des acquisitions. Le montant de ces dernières peut alors être évalué à $2\,895\,600 + 2\,916\,650 = 5\,812\,250$ francs puisque la variation globale de 2 916 650 résulte de la compensation entre acquisitions (5 812 250) et cessions (2 895 600). Le même type de précision peut également être apporté pour les dettes à long et moyen terme, pour les immobilisations corporelles et pour les titres de participation, compte tenu des précisions apportées ci-dessus.

D'autre part, le tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux permet également d'organiser un véritable classement des flux en emplois et ressources, préfigurant ainsi la présentation d'un tableau de financement.

Enfin, ce tableau procède à des regroupements des flux sur la base de critères relatifs :

- à la durée des emplois et ressources,*
- à la nature des opérations qui donnent lieu à la circulation de ces flux.*

Ces regroupements seront commentés de façon plus précise dans le paragraphe suivant consacré au tableau détaillé des emplois et ressources.

II. La construction du tableau de passage aux soldes des comptes patrimoniaux (plan OCAM)

INTITULE DES COMPTES	Soldes à l'ouverture	Mouvements Augmentations (+)	patrimoniaux Diminutions (-)	Soldes à la clôture
EMPLOIS				
Frais et valeurs incorporelles immobilisées. Valeurs brutes	0	1 106 283		1 106 283
Immobilisations corporelles				
Terrains	13 479 347	5 812 250	- 2 895 600	16 395 997
Autres immobilisations corporelles. Valeurs brutes	81 617 440	76 865 152	- 13 645 150	144 837 442
Autres valeurs immobilisées	10 078 304	9 759 296	- 3 810 000	16 027 600
Valeurs d'exploitation (Stocks)	381 145	70 235		451 380
Valeurs réalisables à court terme				
Fournisseurs. Avances et acomptes versés	495 012		- 186 161	308 851
Clients	223 804 622	70 461 050		294 265 672
Titres à court terme	30 792 987		- 16 424 544	14 368 443
Disponible	67 892 258		- 38 910 937	28 981 321
Total général	428 541 115	164 074 266	- 75 872 392	516 742 989
RESSOURCES	Soldes à l'ouverture	Mouvements Diminutions (+)	patrimoniaux Augmentations (-)	Soldes à la clôture
Ressources de gestion				
Résultat				
Amortissements et provisions	47 892 553	- 3 672 745	29 152 316	73 372 124
Capital social	10 000 000		0	10 000 000
Réserves	101 121 348		44 505 789	145 627 137
Report à nouveau	57 634 960		18 223 859	75 858 819
Provisions pour charges	4 826 410		595 144	5 421 554
Dettes à long et moyen terme	12 090 605	- 4 250 000	8 220 958	16 061 563
Dettes à court terme				
Fournisseurs	101 473 155		17 246 675	118 719 830
Clients. Avances et acomptes reçus	12 442 938		3 288 577	15 731 515
État, ...	48 155 009		1 784 385	49 939 394
Emprunts à moins d'un an	7 558 697	- 1 547 644		6 011 053
Dividendes à verser	25 345 440	- 25 345 440		0
Total général	428 541 115	- 9 470 389	123 017 703	516 742 989

III. La construction du tableau de financement de PCG français

La présentation des emplois et ressources s'effectue dans le cadre du plan comptable français de 1982 sur la base du tableau de financement dont la structure a été schématisée ci-dessus (Figure 6)

Le tableau de financement du PCG français de 1982

A - Emplois et ressources

Emplois		Ressources	
Distributions mises en paiement au cours de l'exercice	25 345 440	Capacité d'autofinancement (1) Résultat 62 729 648 Dotations 29 747 460	92 477 108
Acquisitions d'éléments de l'actif immobilisé		Cessions ou réductions d'éléments de l'actif immobilisé (2)	16 678 005
Immobilisations incorporelles	1 106 283		
Immobilisations corporelles (4)	82 677 402	Augmentation des capitaux propres	
Immobilisations financières	9 759 296		
Charges à répartir		Augmentations des dettes financières (3)	8 220 958
Réduction des capitaux propres			
Remboursement des dettes financières (3)	4 250 000	(II) Variation du F R N G « emploi net » (I) - (II)	117 376 071 5 762 350
Total des emplois (I)	123 138 421	Total des ressources	123 138 421

B - Utilisation de la variation du FRNG

	Besoins (1)	Dégagements (2)	Soldes (2)-(1)
Variations « Exploitation »			
Variation des actifs d'exploitation(a)			
Stocks et en-cours	70 235		
Fournisseurs. Avances versées		186 161	
Créances clients	70 461 050		
Variation des dettes d'exploitation(b)			
Avances et acomptes reçus		3 288 577	
Dettes fournisseurs		17 246 675	
(A) Besoins de l'exercice en fonds de roulement pour l'exploitation (a) - (b)	70 531 285	20 721 413	- 49 809 872
Variations « Hors Exploitation »			
Variation des autres débiteurs (5)		16 424 544	
Variation des autres créditeurs (6)		1 784 385	
(B) Dégagement en Fonds de Roulement hors exploitation	0	18 208 929	18 208 929
Variations « Trésorerie »			
Variation des disponibilités		38 910 937	
Variation des concours bancaires courants et des soldes créditeurs banques	1 547 644		
(C) Variation nette de Trésorerie	1 547 644	38 910 937	37 363 293
Utilisation de la variation du FRNG			5 762 350

IV. Commentaires sur l'élaboration du tableau de financement**(1) - Tableau de calcul de la capacité (CAF)**

Résultat	+ 62 729 648
+ Dotations aux amortissements et provisions	+ 29 747 460
- Quote-part des subventions virées au compte de résultat	-
- Reprises sur amortissements et provisions	-
+ Valeur comptable des éléments d'actif immobilisé cédés	+ 16 678 005
- Produit de cessions des éléments d'actif immobilisé	<u>- 16 678 005</u>
Total	92 477 108

(2) Les cessions sont évaluées en prix de cession et non en valeur comptable nette. Cette règle demeure ici sans incidence puisque les cessions n'ont dégagé ni plus-value ni moins-value, ce qui autorise à écrire, pour l'ensemble des actifs immobilisés cédés :

$$\text{Prix de cession} = \text{valeur comptable} \begin{cases} + \text{ Plus-values} \\ - \text{ Moins-values} \end{cases}$$

si les plus ou moins-values sont nulles : $\text{Prix de cession} = \text{valeur comptable}$

(3) Les dettes financières ont varié au bilan de + 3 970 958 francs au titre d'éléments à long et moyen terme. Comme l'entreprise a procédé au remboursement de 4 250 000 francs de dettes aux cours de l'exercice 1990, on peut écrire :

Dettes à long et moyen terme en fin 1989	12 090 605
+ nouveaux emprunts (« augmentations des dettes financières ») de l'exercice 1990	+ X
– Remboursements en 1990	– 4 250 000
<hr/>	
= Dettes à long et moyen terme en fin 1990	16 061 563

D'où : $X = 16\,061\,563 + 4\,250\,000 - 12\,090\,605$

\Rightarrow « Augmentation des dettes financières » pour 1990 = $X = 8\,220\,958$ francs

(4) L'augmentation des actifs immobilisés correspond aux investissements réalisés par l'entreprise au cours de l'exercice 1990. Elle est **chiffrée en valeurs d'acquisition**, c'est-à-dire en **variation des valeurs brutes au bilan**.

Elle englobe ici des investissements en :

- immobilisations incorporelles pour 1 106 283 francs,
- immobilisations corporelles pour 82 677 402 francs (dont 5 812 250 en terrains et 76 865 152 en autres immobilisations incorporelles),
- immobilisations financières pour 9 759 296 francs correspondant à l'acquisition d'autres valeurs immobilisées.

(5) L'entreprise a réalisé (ou cédé) des titres de placement pour 16 424 544 francs. Ce montant dégage des ressources que le PCG recommande de rattacher aux variations « hors exploitation ». En fait, les opérations relatives à l'acquisition des titres de placement relèvent de la gestion financière à court terme ; il serait donc plus rationnel de considérer les opérations sur ces titres comme des sources de « variations de trésorerie ».

(6) L'entreprise a procédé en 1990 au règlement des dividendes dûs sur les résultats de l'exercice 1989, effectuant un emploi de fonds de 25 345 440 francs. Bien qu'elle ait occasionné une variation relative à un compte de créditeurs, cette opération est prise en compte par le PCG de 1982 au titre des emplois stables de la période.

V. La présentation utilisant les concepts du plan OCAM

Les plans comptables sénégalais, ivoiriens et zairois ont introduit une présentation normalisée du tableau de financement qui met en œuvre les concepts fondamentaux du plan comptable de l'OCAM.

Dans la présentation retenue par le plan zairois, les emplois et ressources sont classés selon leur terme sur la base du schéma global présenté dans la figure 9.

TROISIÈME PARTIE

LES DÉCISIONS FINANCIÈRES FONDAMENTALES

Chapitre 7

Le plan financier

*La formulation d'un diagnostic financier ne constitue qu'une étape dans le processus décisionnel et opératoire de la gestion financière. Le diagnostic peut en effet s'inscrire dans le cadre de la **préparation** d'un plan d'action et revêtir alors le caractère d'une étude préalable à la prise de décisions financières. Le diagnostic peut également apparaître comme composante d'un **suivi** destiné à contrôler la mise en œuvre de décisions financières déjà arrêtées et en cours d'application. Mais, quelle que soit sa place dans le processus de la gestion financière, le diagnostic ne prend sa signification que dans son rapport au plan financier.*

*Le plan financier récapitule de façon formelle ou informelle l'ensemble des décisions financières dont la formulation et la mise en œuvre engagent l'avenir de l'entreprise à long, moyen et court terme. Ce plan s'inscrit dans l'ensemble des plans d'action de l'entreprise ; à ce titre, il constitue ainsi **un plan spécialisé** ou encore un volet particulier des plans globaux. Mais, d'autre part, le plan financier revêt **un caractère intégrateur** dans la mesure où il reflète les implications financières de tous les projets spécialisés, arrêtés par l'entreprise et permet ainsi de tester leur cohérence et leur compatibilité (section 1).*

*Ainsi, le plan financier réfléchit et analyse l'ensemble des projets en le mettant en perspective, par rapport à une problématique typiquement financière. Mais il constitue d'abord **l'expression de la politique financière** de l'entreprise et définit les orientations et les conditions de mise en œuvre de la gestion financière (section 2).*

SECTION 1 – LES COMPOSANTES DU PLAN FINANCIER

La compréhension du contenu du plan financier requiert la mise en évidence de sa place dans l'ensemble du système de gestion de l'entreprise (§ A). Elle exige également la distinction entre les différents domaines de décision et d'action de la gestion financière selon l'horizon temporel qu'ils concernent (§ B).

A – LA PLACE DU PLAN FINANCIER DANS LE SYSTÈME DE GESTION

1 – Plan financier et processus de gestion

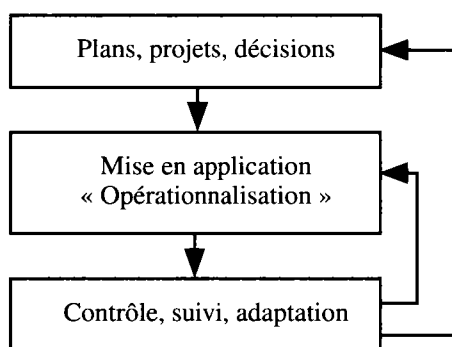
Les systèmes de gestion de l'entreprise mettent en cause des processus qui intègrent trois phases fondamentales.

1. Au cours d'une **première phase**, les responsables s'attachent à la préparation et à la formulation de **décisions** et de **projets** à caractère global ou local, à effets transitoires ou durables.

2. Au cours d'une **seconde phase**, les projets définis donnent lieu à une **mise en application**. Cette **phase opérationnelle** se traduit ainsi par des réalisations concrètes qui sont supposées faire entrer, dans les faits, les orientations arrêtées par les processus décisionnels de l'entreprise.

Toutefois, l'application des projets soulève généralement des problèmes qui expriment soit de simples difficultés d'application sur des plans techniques et humains, soit des défauts de cohérence entachant les décisions arrêtées, soit encore une inadaptation de ces décisions au fonctionnement de l'entreprise ou aux caractéristiques de son environnement. C'est pourquoi les processus de gestion comportent nécessairement des **dispositifs de suivi, de contrôle et d'adaptation** qui visent à réduire les difficultés induites par l'application des décisions et, éventuellement, à susciter une inflexion ou une révision des projets qui révèlent de graves défauts de cohérence ou d'opportunité.

Compte tenu de l'articulation entre ces phases et des rétroactions qu'elle implique, les processus de gestion définissent ainsi des cycles ininterrompus (décision / action / contrôle) plutôt que des enchaînements linéaires et séquentiels.



Comme tout système de gestion, le **système de gestion financière** comporte également des démarches qui relèvent des trois phases de ce cycle. Mais, c'est surtout au niveau des phases d'opérationnalisation et de contrôle que l'apport spécifique de la gestion financière peut être le plus clairement identifié.

2 – Plan stratégique, plan opérationnel et plan financier

a) Le plan stratégique

Le **plan stratégique** de l'entreprise se définit à la fois par son objet, ses implications et sa durée.

L'**objet** de la stratégie concerne les grands choix qu'une entité formule quant à l'orientation de ses activités, à ses rapports fondamentaux avec son environnement et à ses structures internes. Dès lors, le plan stratégique englobe l'ensemble des **projets d'action** dont la réalisation échelonnée et coordonnée permettra de mettre en œuvre ces choix d'orientation majeurs. Ainsi, pour une entreprise qui développe une stratégie de diver-

sification, le plan stratégique définira les grands axes de la politique d'acquisition ou d'investissement qui permettra d'élargir le portefeuille d'activités ou la gamme des métiers. Inversement, pour une entreprise engagée dans une stratégie de recentrage, le plan stratégique identifie les domaines d'activité à renforcer et les projets d'action (investissements financiers, productifs, commerciaux...) qui permettront d'y parvenir ; il énonce également les domaines dont l'entreprise entend se dégager soit par interruption pure et simple de l'activité, soit par conversion des unités de production ou de commercialisation concernées, soit par cession.

Les implications du plan stratégique présentent un caractère global. Elles ont trait en effet à **l'orientation d'ensemble** de l'activité, des rapports internes et des relations externes de l'entreprise. À cet égard, les choix d'orientations stratégiques se différencient nettement de choix tactiques qui ont une portée partielle et locale. Ainsi, pour une entreprise dont la production est encore entièrement assurée dans son pays d'origine, la formulation de projets d'implantation productive à l'étranger revêt le plus souvent un caractère stratégique. En revanche, les décisions relatives aux modalités des implantations envisagées présentent un caractère tactique, dans la mesure où elles se bornent à traduire concrètement les orientations de la politique d'internationalisation, à l'intérieur du cadre défini par cette dernière.

Enfin **la portée temporelle** ou « l'horizon » des orientations et du plan stratégiques s'étend le plus souvent sur le long ou le très long terme. Parfois les choix stratégiques présentent même un caractère irrévocable, irréversible et engageant définitivement l'avenir de l'entreprise. Par exemple, la décision d'un constructeur aéronautique de développer un nouveau type d'avion (un supersonique civil ou un gros porteur) peut l'engager pour trente, quarante ans ou davantage ! Compte tenu de cet horizon, les prévisions et les projets énoncés dans le plan stratégique ne peuvent faire l'objet d'une quantification et d'une programmation très précises et très détaillées ; c'est pourquoi le plan stratégique revêt le plus souvent **la forme d'énoncés qualitatifs** qui pourraient en rester au stade des velléités ou des intentions vagues si elles ne sont pas relayées par un plan de mise en œuvre ou plan opérationnel.

b) Les plans opérationnels.

L'objet des plans opérationnels concerne la mise en œuvre des choix et des orientations définis par le plan stratégique. Il s'agit donc de plans d'action, programmés à moyen ou long terme et assignés aux grandes fonctions de l'entreprise selon une quantification et un calendrier précis.

Définis sur une **base fonctionnelle**, les plans opérationnels apparaissent d'abord comme des programmes d'action qui traduisent en termes concrets les orientations stratégiques, pour chaque domaine de gestion. Les plans opérationnels peuvent ainsi comporter un plan commercial (ou « plan marketing »), un plan d'équipement, un plan production, un plan personnel (ou « plan ressources humaines »). Ils comportent aussi, le plus souvent, **un plan financier** ou plan d'investissement et de financement, qui correspond au volet financier du plan opérationnel et traduit l'ensemble des décisions en prévisions d'emplois et de ressources.

Les plans opérationnels sont parfois désignés comme des « programmes » dans la mesure où ils fournissent, sur un **horizon de moyen-long terme** (1 à 5 ou 7 ans par exemple), un échéancier précis des réalisations attendues par la direction générale d'une entreprise de la part de chacune des grandes fonctions de gestion.

c) La place du plan financier dans la planification opérationnelle.

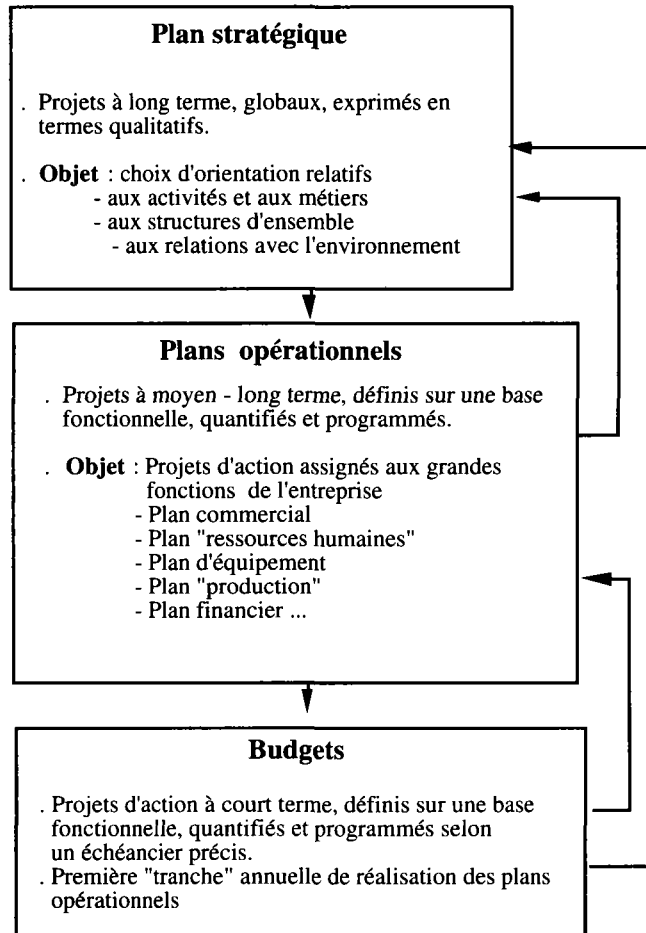
D'une part, le plan financier ou plan d'investissement et de financement constitue, au sein du plan opérationnel, **une composante fonctionnelle parmi d'autres**. De même que le plan marketing définit des projets relatifs à la politique de produit, de prix, de communication et de distribution qui permettent de faire entrer dans les faits les orientations stratégiques, de même le plan financier a pour objet d'identifier et d'ajuster les projets d'investissement et les sources de financement requises par la mise en œuvre de ces orientations.

Mais le plan financier présente aussi un **caractère transversal** et joue un **rôle intégrateur** dans le cadre du plan financier. En effet, la plupart des décisions inscrites dans les plan opérationnels de l'entreprise comportent des implications financières directes ou indirectes. Ainsi, les acquisitions de matériel prévues dans le cadre du plan d'équipement, les campagnes publicitaires ou la préparation de produits nouveaux prévues dans le plan commercial, les programmes de recrutement ou de formation inscrits dans le plan personnel entraînent **des dépenses ou des emplois de fonds** futurs qu'il faudra nécessairement financer. Inversement, la réalisation de certaines cessions de matériel ou de constructions prévues dans le plan d'équipement ou les ventes attendues des projets de développement commercial dégageront **des recettes ou des sources de fonds** prévisibles en faveur de l'entreprise.

De ce fait, le plan financier traduira d'abord l'impact financier de toutes les décisions programmées dans les différents plans fonctionnels. Mais il devra en outre **assurer l'ajustement** entre les échéanciers concernant respectivement les sources prévisionnelles de financement et les emplois prévisionnels de ces fonds. A ce titre, le plan financier assume un rôle global **de mise en cohérence** de l'ensemble des décisions opérationnelles, sur la base d'une analyse prévisionnelle des flux financiers qui devraient être induits par ces décisions.

Enfin, les plans opérationnels définis sur un horizon à moyen ou long terme comportent une série de projets d'action qui doivent être engagés **à court terme**. Cette première « tranche » annuelle de réalisation des plans opérationnels se traduit, dans le cadre du plan financier, par la mise en place d'un **ensemble de prévisions budgétaires**.

Figure 1 – Les processus de la planification stratégique et opérationnelle



B – LE CONTENU DU PLAN FINANCIER

Le plan financier traduit l'ensemble des décisions programmées dans les plans opérationnels en termes d'emplois et de ressources. Ces flux sont le plus souvent analysés sur la base d'une programmation annuelle qui permet de poser, pour chaque année du plan, le problème de l'ajustement global entre emplois et ressources ou, en d'autres termes, le problème de **l'équilibre financier prévisionnel** du plan opérationnel.

Dans ces conditions, le plan financier se prête assez aisément à une présentation résumée sous la forme d'un plan d'investissement et de financement qui ne constitue au fond qu'un **tableau de financement prévisionnel**.

Figure 2 – Un exemple de plan d'investissement et de financement

(Milliers de francs)	1991	1992	1993	1994	1995
EMPLOIS PRÉVISIONNELS					
• Investissements					
- Acquisition d'immobilisations incorporelles	2 170 900	829 700	-	-	-
- Acquisition d'immobilisations corporelles	58 615 000	72 839 000	32 400 000	15 600 000	10 800 000
- Acquisition d'immobilisations financières	12 300 000	28 900 000	34 900 000	-	-
• Remboursement d'emprunts	-	-	12 400 000	19 700 000	22 900 000
• Distribution de dividendes	-	-	-	8 200 000	9 700 000
• Reconstitution du fonds de roulement	-	-	-	3 600 000	5 200 000
TOTAL (1)	73 085 900	102 568 700	79 700 000	47 100 000	48 600 000
RESSOURCES PRÉVISIONNELLES					
• Capacité d'autofinancement					
- Résultat	+ 1 603 500	- 5 430 000	- 2 700 000	13 900 000	15 800 000
- Dotations aux amortissements et provisions	12 940 000	22 640 000	34 800 000	33 200 000	32 800 000
• Augmentation de capital	25 600 000	35 600 000	15 000 000	-	-
• Emprunts	25 000 000	35 000 000	25 000 000	-	-
• Prélèvement sur le fonds de roulement	7 942 400	14 758 700	7 600 000	-	-
TOTAL (2)	73 085 900	102 568 700	79 700 000	47 100 000	48 600 000

SECTION 2 – ÉLABORATION, MISE EN ŒUVRE ET CONTRÔLE DU PLAN FINANCIER

A - L'ÉVALUATION DES BESOINS DE FINANCEMENT

L'élaboration du plan financier est tributaire en premier lieu des options arrêtées dans le cadre des différents plans fonctionnels de l'entreprise puisque ces derniers déterminent à la fois les besoins prévisionnels et les capacités prévisionnelles de financement. Ainsi, **l'évaluation des excédents ou des besoins en ressources externes** constitue la base fondamentale à partir de laquelle les décisions financières peuvent commencer à être élaborées. Cette évaluation est largement influencée par des décisions non financières. En effet, chacune des fonctions de l'entreprise élabore son plan opérationnel en tenant compte de contraintes, d'objectifs et de moyens d'action qui lui sont propres. Ainsi, dans une entreprise industrielle, **la direction de la production** est généralement sensible à des objectifs d'augmentation de la production, de la productivité et de la capacité installée ou à des objectifs de réduction des délais, de la fréquence des pannes ou du taux de produits défectueux. **La direction commerciale** est sensible pour sa part à la possibilité d'aug-

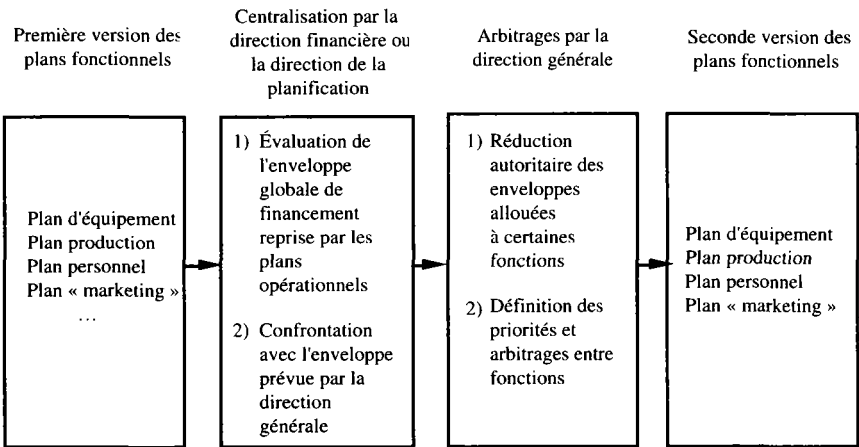
menter les ventes, de rénover les produits et leurs attributs, de réduire les délais de livraison et les prix de vente. Quant à la **direction financière**, elle s'attache à assurer le financement de l'entreprise en contrôlant l'emploi des fonds, en veillant à la maîtrise des risques financiers et en cherchant à contenir les coûts du financement à un niveau aussi faible que possible.

Si ces objectifs (et ceux des autres fonctions de l'entreprise) sont sans doute compatibles à long terme, ils sont souvent contradictoires, ou à tout le moins divergents, dans le court ou le moyen terme. Ainsi, la recherche d'une **augmentation de la capacité de production et des ventes** répond souvent aux vœux des responsables productifs et commerciaux ; mais elle entraîne des besoins de fonds que les responsables financiers jugeront excessifs, compte tenu soit des possibilités de financement accessibles à l'entreprise, soit de la comparaison entre le coût des ressources nécessaires et le rendement des améliorations envisagées. De même, la **réduction des délais de stockage et de livraison** qui peut paraître souhaitable aux financiers et aux commerciaux peut apparaître impraticable pour les responsables de la production. Enfin, le **lancement d'un nouveau produit** souhaité par les dirigeants commerciaux peut être contesté par les responsables de la production qui soulignent la difficulté de maîtriser une nouvelle technologie et la saturation des capacités productives et par les responsables financiers qui jugent la rentabilité attendue de ce nouveau produit insuffisante, par rapport aux coûts que son lancement induirait.

Ainsi, l'évaluation des besoins de financement résultant des différents plans fonctionnels ne se réduit jamais à la simple addition des besoins prévus par chacun des responsables fonctionnels. En fait, la validation de cette évaluation de besoins constitue une responsabilité majeure de la **direction générale**.

Elle résulte le plus souvent d'un arbitrage pris après des confrontations qui opposent, éventuellement en termes conflictuels, les responsables des fonctions « dépensières » (consommatrices de fonds) et les responsables financiers. C'est la raison pour laquelle les procédures d'élaboration du plan opérationnel comportent généralement une « navette » (et parfois plusieurs), permettant aux responsables fonctionnels de formuler une première version de leur plan, puis de le modifier pour le rendre compatible avec l'enveloppe globale de financement arrêtée par la direction générale, sur la base des indications fournies par les responsables financiers (figure 3).

Figure 3 – Schéma d'une « navette » dans le processus de la planification opérationnelle



B – LES VARIABLES PRISES EN COMPTE DANS L'ÉLABORATION DU PLAN FINANCIER

Lorsque les navettes nécessaires conduisent à la validation par la direction générale d'une évaluation des besoins de financement prévisibles sur la période couverte par le plan financier, l'élaboration de ce dernier s'engage dans une deuxième phase dominée par les **choix relatifs à la structure du financement**.

Le choix d'une combinaison entre ressources d'autofinancement, augmentation de capital, emprunts et subventions constitue un enjeu majeur de la politique financière. Elle met en cause quatre ensembles complexes de variables.

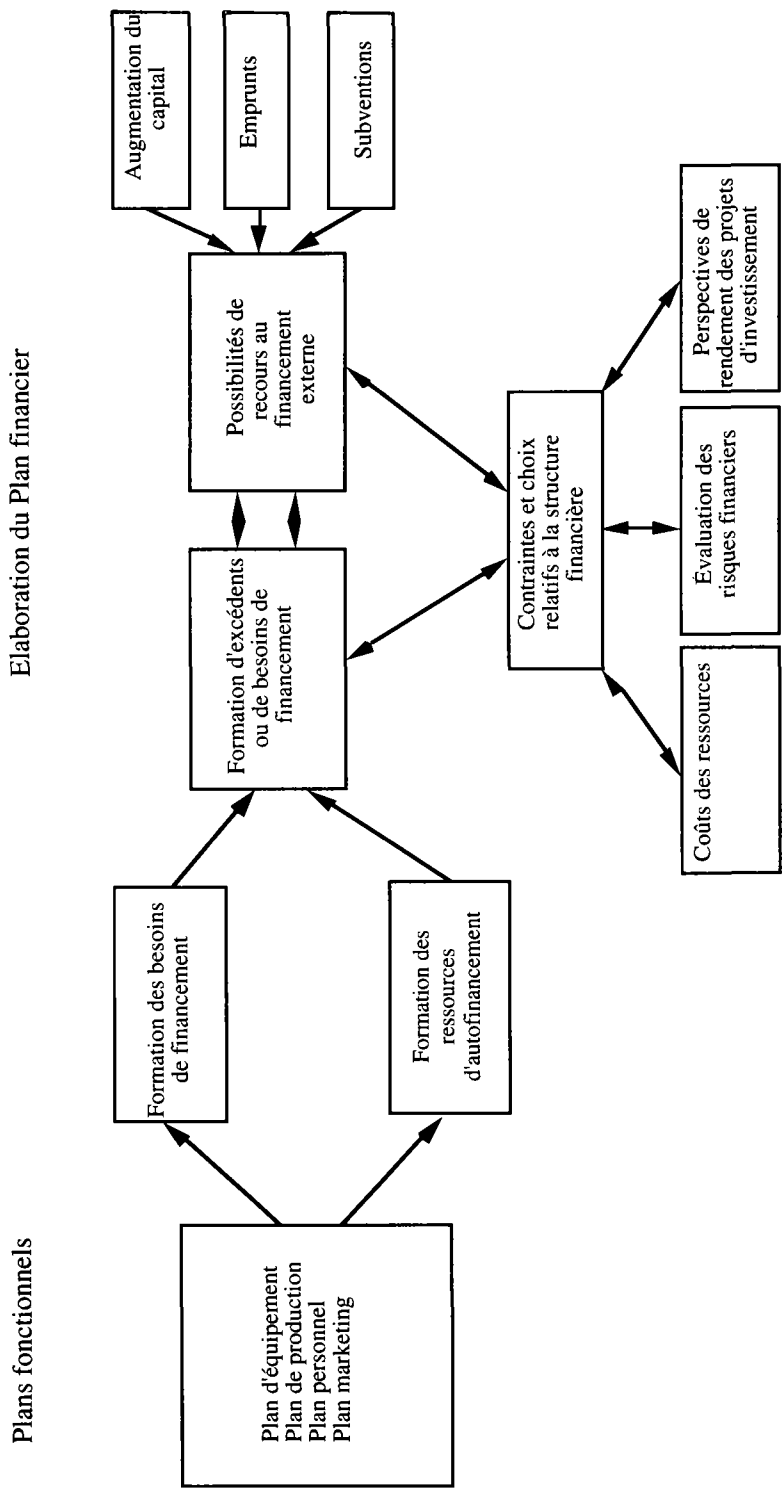
Un premier ensemble de variables de décision a trait au **coût des différentes ressources**. Le plan financier doit en effet assurer le financement de l'entreprise dans les meilleures conditions de coût possibles. Dès lors, l'exploration des possibilités d'offrir une réduction du coût du financement en faisant varier la structure financière constitue une tâche essentielle pour les praticiens de la gestion financière comme pour les chercheurs.

Un deuxième ensemble de variables, d'ailleurs lié au précédent, **concerne l'évaluation des risques financiers** occasionnés par la structure financière choisie. En particulier, le recours accru à l'endettement semble entraîner un surcroît de volatilité (ou d'instabilité) des résultats. Il semble également augmenter les risques de faillite auxquels l'entreprise est exposée. De ce fait, les décisions de financement ne peuvent être arrêtées sans que soient posés les problèmes soulevés par la maîtrise des risques financiers liés à ces décisions.

En troisième lieu, les décisions de financement ne peuvent être arrêtées tant que les responsables de l'entreprise n'ont pas évalué les **perspectives de rendement** attendues des différents projets d'investissement et d'emploi de fonds, pour vérifier qu'ils dégagent des résultats prévisionnels suffisants et permettront ainsi de compenser les coûts de financement que l'entreprise devra supporter. La confrontation entre le rendement des investissements et le coût des ressources constitue une démarche fondamentale de la gestion financière. Elle peut également conduire les responsables financiers à remettre en cause certains projets insuffisamment rémunérateurs, prévus par les responsables fonctionnels.

Enfin, l'élaboration du plan financier peut également être déterminée par la prise en compte de **déterminants stratégiques** qui créent parfois pour l'entreprise des possibilités d'action élargies mais qui, dans d'autres cas, l'enserment dans des réseaux de contraintes et de limitations. Ces déterminants sont liés à des caractères structurels propres à l'entreprise ou à ses relations avec l'environnement. Ainsi, une entreprise appartenant à un groupe puissant disposera de possibilités de financement élargies et bénéficiera donc d'une plus grande flexibilité pour l'élaboration de ses projets d'investissement et de dépense. Au contraire, une petite ou une moyenne entreprise isolée pourra se heurter à une contrainte beaucoup plus stricte sur ses capacités de financement externe et devra se montrer beaucoup plus sélective dans la définition de ses projets de dépense.

Figure 4 – Le processus décisionnel sous-jacent au plan d'investissement et de financement



C – LA MISE EN ŒUVRE ET LE CONTRÔLE DU PLAN FINANCIER

L'approbation du plan financier par la direction générale implique l'approbation des projets générateurs de ressources et d'emplois de fonds, programmés à moyen terme (plan d'investissement et de financement) et à court terme (budgets et première « tranche » annuelle du plan). Après leur adoption, ces projets constituent **une référence** pour l'action concrète de l'entreprise.

C'est pourquoi un **dispositif de « suivi » ou de contrôle** doit alors être mis en place pour répondre à trois exigences.

En premier lieu, le suivi permet de s'assurer que les projets adoptés ne restent pas « dans les cartons » mais sont effectivement mis en œuvre. En l'absence d'un tel contrôle, de nombreuses décisions de principe risquent de rester sans effet soit à cause des attitudes de blocage volontaire adoptées par certains membres de l'entreprise, soit à cause de leur inertie, soit à cause d'obstacles imprévus qui entament la détermination des responsables alors qu'une action résolue permettrait de les surmonter.

En deuxième lieu, le suivi permet, au fur et à mesure que le plans se déroulent, de mettre en évidence certains **écarts entre les réalisations et les prévisions initiales**. L'identification, la mesure et la justification de ces écarts répondent à un impératif majeur. Ils permettent en effet de **concilier le volontarisme du plan et un réalisme nécessaire**. Les projets prévus définissent « un cap » et une trajectoire cohérente. Si les projets effectivement réalisés s'écartent de cette trajectoire, on doit se demander ce que le décalage observé traduit. Correspond-il à une **adaptation indispensable** compte tenu d'évolutions qui n'avait pas été intégrées dans les prévisions initiales ? Traduit-il un **défaut de réalisation majeur ou mineur** et, dans un tel cas, met-il en cause la responsabilité de certains membres de l'entreprise ? Ce décalage entraîne-t-il des **effets bénéfiques** sur la réalisation des objectifs globaux du plan ou plutôt une **remise en question ou une détérioration** de leurs conditions de mise en œuvre ?

Enfin, le suivi du plan permet d'envisager un **processus volontaire d'adaptation ou de révision**. C'est ainsi que les « plans flexibles » ou les « plans glissants » introduisent des mécanismes de correction, au cours de la période de réalisation du plan. Il reste cependant que la recherche d'un meilleur réalisme doit maintenir un certain équilibre : un plan trop adaptatif ou trop flexible risque de perdre toute visée volontariste et, perdant le cap, de se réduire à un exercice de navigation à vue.

CONCLUSION

S'il est élaboré sur la base d'une stricte articulation avec les différentes fonctions de gestion de l'entreprise, le plan financier apparaît en fin de compte comme **la synthèse des décisions financières ou des projets financiers** programmés à court et à moyen terme.

Les décisions majeures engagent l'avenir sur plusieurs années. Elles correspondent d'une part à des décisions de financement qui impliquent la maîtrise de **la « gamme » de moyens de financement** accessibles à l'entreprise (Chapitre 8). Ces décisions sont largement déterminées par des considérations relatives au **coût des ressources** (Chapitre 10).

D'autre part, les décisions à moyen terme englobent également des **projets d'investissement** et d'emploi des fonds à propos desquels les responsables financiers doivent

exercer un contrôle *a priori* ; ce contrôle s'appuie sur une démarche de comparaison entre les revenus prévisibles dégagés par ces projets et le coût des fonds qui permettent de financer leur réalisation (Chapitre 9).

Enfin, les décisions et les actions programmées à court terme revêtent également une importance majeure, souvent amplifiée encore par l'urgence dans laquelle ces décisions doivent être mises en œuvre. Elles concernent la recherche de financements à court terme ou, à l'inverse, le placement de liquidités dont l'entreprise devrait disposer sur une période de quelques jours à quelques mois. Dans leur ensemble, ces **décisions de trésorerie** revêtent certes un caractère partiellement adaptatif. Elles n'en contribuent pas moins, de façon décisive, au dégagement des résultats et au maintien des équilibres financiers (Chapitre 11).

Chapitre 8

Systèmes financiers et sélection des moyens de financement

Selon son stade de développement, l'environnement financier met à la disposition des entreprises une « gamme » de moyens de financement plus ou moins étoffée. Très diversifiée dans les pays à systèmes financiers développés, cette gamme reste limitée à des techniques financières de base dans la plupart des pays en développement. Mais, quel que soit leur contexte, les entreprises sont toujours confrontées à des choix qui mettent en cause trois sources fondamentales de financement.

L'autofinancement constitue la base de tout développement financier des entreprises (Section 2).

Les apports en capitaux propres constituent également un vecteur essentiel du financement des entreprises. Mais, l'ampleur et les modalités de ces apports varient notablement selon que l'entreprise dispose ou non d'un accès direct aux marchés des capitaux (Section 3).

Enfin, **le recours à l'endettement** devrait en principe apporter des compléments de ressources aux entreprises. De fait, il joue un rôle fondamental dans leur financement, même si les emprunteurs subissent une forte incitation au « désendettement », à une période où les taux d'intérêt réels atteignent des niveaux très élevés (Section 4).

Mais les choix ouverts à l'entreprise en matière de financement comportent non seulement des **enjeux externes**, mais aussi des **enjeux internes**, stratégiques et techniques (Section 1).

SECTION 1 – LES ENJEUX DES DÉCISIONS DE FINANCEMENT POUR L'ENTREPRISE

A – DÉCISIONS DE FINANCEMENT ET AJUSTEMENTS FINANCIERS

Pour une entreprise considérée en particulier, il n'y a pas **un** problème mais **des** problèmes de financement qui se nouent autour de questions cruciales pour sa survie et ses possibilités futures de développement.

Ces questions se posent tout d'abord à propos du **montant des fonds** qui peuvent être réunis. En premier lieu, les dirigeants doivent se demander si l'entreprise dispose d'une masse de liquidités suffisante pour faire face aux engagements déjà souscrits, c'est-à-dire pour honorer les dettes qui parviennent à leur échéance dans un avenir immédiat. Cette question est celle de **l'équilibre financier à très court terme**, celle de la **solvabilité**. En second lieu, la question de financement se pose à propos des fonds nécessaires pour lancer les investissements de toute nature (technologiques, organisationnels, sociaux, commerciaux) qui permettront au moins de maintenir l'outil de production en l'état et, si possible, d'en étendre la capacité et d'en développer les possibilités. Cette question est celle du **financement de l'accumulation et du développement à moyen et long terme** ; elle conditionne la croissance éventuelle, les résultats à venir et le maintien futur de l'équilibre financier.

Quant à **la nature des moyens de financement engagés**, on doit en outre se demander si elle est qualitativement adaptée aux besoins de l'entreprise.

Tout d'abord, les ressources mises en œuvre sont-elles d'une **stabilité** suffisante compte tenu de la durée des opérations qu'elles permettent de réaliser ? A ce sujet, l'entreprise peut se trouver confrontée à deux types de difficultés symétriques (même si les premières sont les plus fréquemment ressenties). D'une part, elle risque d'avoir à rembourser des ressources trop instables avant même d'avoir pu récupérer normalement les avances effectuées, notamment lorsqu'elle effectue des investissements rentables à long terme. Inversement, elle peut être conduite à utiliser des fonds trop durables pour financer des opérations courtes, alors qu'elle pourrait les consacrer plutôt à des investissements et élargir ses possibilités de développement.

Par ailleurs, le **coût** des moyens de financement est-il en rapport avec les résultats attendus des opérations qu'ils permettent d'engager. La rémunération versée aux apporteurs de capitaux ne pèse-t-elle pas trop sur les résultats obtenus, au point d'obérer les possibilités de développement que ces opérations ouvrent à l'entreprise, voire au point d'appauvrir cette dernière ? De façon inverse, l'entreprise ne se montre-t-elle pas trop timorée lorsqu'elle néglige certaines occasions d'investissement parce qu'elles exigent l'appel à des capitaux supplémentaires ? Ne sous-estime-t-elle pas le fait que ces opérations pourraient ensuite engendrer des résultats suffisants pour assurer non seulement le remboursement et la rémunération de ces nouveaux apports, mais également un enrichissement durable ?

B – DÉCISIONS DE FINANCEMENT ET ENJEUX STRATÉGIQUES

Enfin, les conditions qui accompagnent les apports de capitaux dont l'entreprise bénéficie la placent dans une situation de **dépendance à l'égard des bailleurs de fonds**.

Cette observation apparaît d'abord évidente à propos des relations entre l'entreprise et **les porteurs du capital** (par exemple les actionnaires, dans le cas particulier d'une société par actions). Du fait des mécanismes juridiques et financiers de l'entreprise capitaliste, les détenteurs du capital se voient en effet reconnaître des pouvoirs étendus en matière d'orientation, de direction et de gestion de l'entreprise, soit parce qu'ils sont eux-mêmes porteurs de parts significatives du capital, soit parce qu'ils en représentent une fraction prépondérante.

Mais des relations de dépendance, voire de subordination peuvent également s'établir vis-à-vis de prêteurs, et notamment des banquiers, si les dirigeants et les propriétaires de l'entreprise ne parviennent pas à préserver son autonomie financière. Les évolutions qui conduisent à une telle situation de **dépendance par le financement** sont relativement typées. Quelques « scénarios » caractéristiques illustrent de tels cas de dégradation de la situation stratégique, à la suite de décisions financières inadéquates.

Un premier exemple, particulièrement fréquent, est fourni par les entreprises qui dégagent des résultats trop faibles et ne sont pas en mesure d'engendrer un autofinancement suffisant pour assurer la reproduction, même simple, de leur potentiel. Une deuxième illustration caractéristique est fournie par les entreprises qui, malgré des résultats satisfaisants, ne réinvestissent qu'une fraction insuffisante des résultats et refusent de se prêter à une politique de constitution des fonds propres. Un troisième cas typique concerne les entreprises qui se sont lancées dans des opérations de développement dépassant leurs capacités financières propres ; elles assèchent leurs liquidités et se trouvent contraintes de solliciter en catastrophe des nouveaux concours, ce qui les place évidemment dans une situation particulièrement délicate vis-à-vis des éventuels apporteurs d'argent frais. Enfin, certaines entreprises disposent d'un financement trop instable par rapport au rythme de leur activité et doivent négocier dans des conditions défavorables le report des échéances ou des apports nouveaux de ressources durables.

Ainsi, les relations de financement sont le support de relations de pouvoir ou d'influence. Dès lors, la négociation d'apports de fonds nouveaux dans des conditions de crise et d'urgence peut être l'occasion d'une perte d'autonomie des dirigeants de l'entreprise vis-à-vis des prêteurs, ou d'une perte de contrôle des propriétaires actuels vis-à-vis des nouveaux bailleurs de fonds.

En fin de compte, les problèmes de financement comportent donc des enjeux vitaux puisque leur résolution conditionne la survie de l'entreprise, ses perspectives de développement, ses performances présentes et futures, l'autonomie de ses propriétaires et de ses dirigeants. On peut ainsi mesurer l'importance que revêt la mise au point de méthodes et d'instruments de sélection des moyens de financement appropriés aux besoins précis de l'entreprise. Or de tels problèmes de sélection se posent à propos de quatre types de ressources fondamentales :

- l'autofinancement,
- le financement externe sur capitaux propres,
- le financement externe par emprunts (ou crédits) à long, moyen terme et à court terme,
- le crédit inter-entreprises.

C - DIVERSITÉ ET CLASSEMENT DES MOYENS DE FINANCEMENT

Les instruments de financement mis à la disposition de l'économie en général et des entreprises en particulier composent une gamme d'une complexité telle que l'on se bornera à en proposer ici une présentation synthétique. On cherchera donc à classer et à caractériser les grands types de ressources grâce à des critères significatifs de regroupement.

Un premier élément de clarification tient à la prise en compte de **la relation qui s'établit entre l'entreprise et son environnement** à l'occasion d'une opération de financement. Grâce à ce premier type de classement, on a déjà introduit une distinction entre trois modes de financement fondamentaux, soit **l'autofinancement**, la **finance directe** qui met l'entreprise en relation avec des épargnants ou des prêteurs primaires et **l'intermédiation financière** qui met l'entreprise connaissant des besoins de financement en rapport avec des institutions spécialisées.

Pour opérer une classification plus analytique des ressources, quatre autres critères peuvent être également mis en œuvre. Ils ont respectivement trait à **la nature de la créance** qui est créée à l'occasion des opérations de financement, à **la durée** des opérations, à **l'origine des fonds** qui sont utilisés, à la nature des utilisations (ou **affectations**) prévues pour les fonds, c'est-à-dire à l'usage qui en sera fait par le bénéficiaire du financement.

1 – Le classement selon la nature des créances

Ainsi que cela a déjà été indiqué, chaque opération de financement se traduit par un double mouvement entre les opérateurs concernés. Celui qui finance (le « bailleur de fonds ») remet des fonds (en général de l'argent liquide) au bénéficiaire. Le bénéficiaire remet un titre (une reconnaissance de dette ou de l'apport reçu) au bailleur.

Ainsi, les opérations de financement entraînent la création de titres qui permettent aux bailleurs de fonds de concrétiser le droit qu'ils détiennent désormais sur le bénéficiaire.

Un premier mode de classement des moyens de financement peut donc consister à différencier ces derniers selon la nature du titre (ou de l'actif financier) qui leur sert de support.

2 – Le classement selon le terme

C'est cependant le classement des moyens de financement selon leur durée (on parle également de **terme**, de **maturité** ou **d'échéance**) qui constitue sans doute le moyen le plus simple de regroupement.

Le **court terme** correspond généralement à un horizon d'une année. Toutefois, dans certains domaines particuliers, les opérations dont le terme s'étend jusqu'à une échéance de deux ans peuvent être considérées comme à court terme (c'est notamment le cas en matière de financement des exportations). Les crédits libellés à courte échéance correspondent en général soit à des concours de « trésorerie » soit au financement d'opérations d'exploitation liés à des achats de biens et services.

Le moyen terme est défini conventionnellement comme l'horizon temporel correspondant à la période qui s'étend de 1 an ou 2 ans à 5-7 ans. De façon habituelle, ce domaine constitue le champ de financement de l'équipement ou des transactions portant sur des ensembles industriels.

Enfin, le long terme correspond à des échéances qui portent au-delà de 5 ou 7 ans.

Cette répartition des moyens de financement selon la durée, quoique classique, peut apparaître singulièrement arbitraire et plus conventionnelle que significative. Du reste, on observe en pratique un certain flottement pour la délimitation entre court et moyen terme, et entre moyen et long terme. Pourtant, cette répartition conserve un sens.

En premier lieu, elle correspond à la durée de **cycles** caractéristiques de la vie de l'entreprise. Le court terme correspond bien à la durée nécessaire pour « boucler » un ou plusieurs **cycles d'exploitation** comportant la succession de phases d'approvisionnement, de transformation et de vente.

Le moyen et le long terme correspondent au cycle caractéristique de la vie de la plupart des équipements productifs. Il traduit en effet la durée nécessaire pour « amortir » et « renouveler » la plupart des investissements productifs, des investissements financiers, immobiliers et des travaux d'infrastructure.

En deuxième lieu, la répartition des moyens de financement selon le terme correspond bien aux différents **domaines de décision et de prévision** qui se présentent à l'entreprise. Le long terme correspond au domaine des **prévisions stratégiques** et du choix des grandes orientations sur la nature et la structuration des activités de l'entreprise. Le moyen terme correspond à la durée sur laquelle les entreprises élaborent des **plans opérationnels** précis et chiffrés portant sur leurs différentes fonctions (plan marketing, plan d'équipement, plan personnel ...) ; les implications financières de ces plans sont d'ailleurs synthétisées dans un plan de financement qui prévoit les emplois à effectuer (notamment les investissements et les remboursements d'emprunts) et les ressources de financement (autofinancement, augmentation de capital, emprunt) sur la période de 5 ou 7 ans à venir. Enfin, le court terme apparaît comme le domaine des prévisions et décisions à échéance proche incluses dans des **budgets**, qu'elles portent sur les opérations courantes (achats, ventes, ...), ou qu'elles concernent les premières réalisations des plans à moyen terme et les ajustements de trésorerie.

En troisième lieu, la répartition des moyens de financement selon le terme correspond aussi, le plus souvent, à une différenciation des **origines de fonds** et des **procédures** grâce auxquelles ils sont obtenus.

3 – Le classement selon l'origine des fonds

Le classement selon l'origine des ressources qu'ils mettent en jeu permet traditionnellement de distinguer quatre types de moyens de financement.

- l'autofinancement,
- l'augmentation de capital,
- les emprunts,
- les concours reçus au titre du crédit inter-entreprises c'est-à-dire, du point de vue des bénéficiaires, le crédit reçu des fournisseurs.

L'**autofinancement** est constitué par des excédents que l'entreprise engendre elle-même du fait de son activité et qui y sont maintenus pour financer ses activités ultérieures.

L'**augmentation du capital** est la traduction d'apports en capital que l'entreprise reçoit de l'extérieur. Ces apports peuvent être fournis par des associés ou propriétaires déjà présents dans le capital et disposés à y accroître leur mise. Ces apports peuvent être également assurés par de nouveaux bailleurs de fonds désireux d'entrer dans le capital de l'entreprise. Dans les deux cas, il s'agit d'un **financement externe**, bien que les bailleurs de fonds se voient remettre des titres de propriété (actions, parts de capital) en contrepartie de leur apport.

Les **emprunts** constituent également des sources de financement externes. Mais ils sont contractés auprès de tiers qui resteront créanciers de l'entreprise et non pas copropriétaires.

Enfin, le **crédit inter-entreprises** procède principalement des délais de règlement que les fournisseurs accordent à leurs clients. Si cette pratique concerne peu les particuliers, elle est très habituelle lorsque le client est une entreprise même si d'importantes divergences peuvent être relevées sur ce point entre les pratiques nationales. Dès lors que sa réputation n'est pas particulièrement défavorable, une entreprise achetant des matières premières, des produits semi-finis, des marchandises, des services ... reçoit du « crédit-fournisseur » de façon presque automatique, conformément aux usances de règlement de la branche à laquelle appartient le fournisseur. Mais, à son tour, l'entreprise est conduite à accorder des crédits à ses propres clients lorsqu'elle vend des biens ou services. Au total, les délais reçus et accordés exercent des influences que résume la notion de besoin en fonds de roulement.

4 – Le classement selon la destination des fonds

Enfin, un quatrième mode de classement des sources de financement est fourni par l'affectation ou la destination prévisible des fonds. Ce type de classement apparaît largement ouvert dans la mesure où il comporte à la fois des **utilisations de ressources fondamentales et permanentes** qui concernent n'importe quelle entreprise à n'importe quelle étape de son évolution et des **affectations occasionnelles** correspondant à des opérations particulières ou à une conjoncture particulière.

Les **affectations fondamentales** concernant toutes les entreprises de façon permanente relèvent du financement de l'équipement, du financement de l'exploitation et du financement de la trésorerie.

Quant aux **affectations circonstanciées**, elles correspondent à la mise en œuvre d'opérations particulières telles que le financement d'exportations, le financement d'implantations à l'étranger, le financement d'innovations, le financement d'investissements permettant d'économiser l'énergie, le financement d'opérations de décentralisation, le financement de la création d'entreprises.

On peut constater d'emblée que les affectations du premier type correspondent à des fonctions ou à des orientations permanentes du système financier alors que les secondes correspondent à des dispositions spécialisées et parfois provisoires.

Plutôt que de reposer sur des critères techniques ou formels tenant à des conventions du système financier, le classement des moyens de financement selon leur destination s'appuie sur l'analyse des besoins des entreprises, c'est-à-dire sur les problèmes de financement que pose le système de production et d'échange. Mais, le caractère « ouvert » et évolutif des besoins conduit à un classement instable des moyens de financement.

5 – Les limites inhérentes à tout classement des ressources

En fin de compte, la multiplicité des critères de classement des ressources traduit la fragilité de toute typologie. Mais on peut se demander si un tel effort de classement conserve un sens pour la gestion financière puisque cette dernière s'inscrit dans une entreprise pour laquelle on observe une véritable **unité d'encaisse**. Dans les faits, toutes les sources de fonds obtenues convergent et se fondent en un « pool » unique de ressources pour financer l'ensemble des emplois. Dès lors, on peut se demander si le fait de parler d'une affectation particulière apportée à une ressource particulière conserve une signification.

Ainsi, dans le cas d'une entreprise ayant obtenu un crédit destiné à financer un investissement, rien n'interdit d'utiliser les ressources correspondantes pour améliorer la situation de trésorerie si l'échelonnement des dépenses d'investissement permet une utilisation progressive des fonds obtenus.

De façon plus systématique, on observe des « glissements » d'affectation par rapport aux destinations initialement prévues pour telle ou telle ressource. Cela se produit notamment chaque fois que le système financier met en place une procédure de crédit jouissant d'un statut privilégié quant à son coût ou à la facilité d'obtention. Ainsi, il est notoire que les crédits à l'exportation, longtemps placés hors du champ d'application du contrôle du crédit ont permis à de nombreuses entreprises de tourner les rigueurs du contrôle quantitatif du crédit en se procurant des ressources qui servaient au fond de ressources de trésorerie.

Au total, on peut se demander si la référence à la destination de fonds n'a pas pour fonction principale de rassurer les apporteurs de fonds, les institutions financières et les autorités de tutelle du système financier.

Pour étudier l'octroi de crédits, les banques et autres institutions financières sont en effet conduites à demander aux entreprises une justification détaillée des emplois prévus. Les informations et les arguments développés dans les dossiers de crédit donnent ainsi l'impression rassurante que le système financier assortit ses crédits d'un contrôle rigoureux de leurs affectations. Mais au fond, une banque ou une institution de crédit ne finance jamais une opération ou des opérations en particulier mais une entreprise qu'il faut considérer comme un tout. Cela ressort clairement de l'analyse de ce qui se passerait en cas de faillite de l'emprunteur. Même si tel banquier ou telle institution de crédit a apporté des fonds destinés à financer un projet d'investissement intrinsèquement sain et équilibré, son risque tient à la situation d'ensemble du débiteur. Ainsi, la faillite éventuelle de ce dernier lui ferait perdre tout ou partie de sa créance, quelles que soient par ailleurs les performances réalisées par le projet particulier auquel il a pensé concourir à titre exclusif.

SECTION 2 – L'AUTOFINANCEMENT

L'autofinancement constitue de façon générale le pivot du financement des entreprises et, pour certaines d'entre elles, la source exclusive du financement dans les phases décisives de leur développement.

Le caractère fondamental de cette ressource tient au fait qu'elle ne vient pas seulement s'additionner à des ressources externes d'un montant déterminé mais constitue « l'amorce », le pivot à partir duquel le financement externe pourra être sollicité et attiré par l'entreprise. Ce statut privilégié de l'autofinancement tient à deux raisons fondamentales.

D'une part, son montant (en valeur absolue et en valeur relative) fournit une indication relative aux performances de l'entreprise : un autofinancement élevé rassure les apporteurs de capitaux externes sur les possibilités de **rémunération** et de **mise en valeur** des fonds qu'ils peuvent fournir. D'autre part, c'est l'autofinancement qui crée la capacité de remboursement de l'entreprise. Son importance donne ainsi une mesure du **risque** de non-recouvrement que les apporteurs de capitaux supportent du fait de l'entreprise.

A – DÉFINITION ET MESURE DE L'AUTOFINANCEMENT

L'autofinancement correspond à des ressources nouvelles engendrées par l'activité de l'entreprise et que celle-ci parvient à conserver durablement pour financer ses opérations à venir. On dit également parfois qu'il s'agit du « résultat brut » ou du « profit brut » réinvesti dans l'entreprise (voir Chapitre 4). Mais cette formulation pose d'abord des problèmes terminologiques et peut susciter des confusions parce qu'il y a plusieurs notions de résultat, et parce que l'épithète « brut » appelle des précisions (l'autofinancement est « brut » d'amortissement, mais « net » d'impôts et de dividendes). C'est pourquoi il est sans doute plus clair d'énoncer que l'autofinancement correspond à un **surplus monétaire, dégagé par l'entreprise sur son activité propre**, et conservé par elle pour financer son développement futur.

Mais une définition plus technique de l'autofinancement exige à la fois que soient précisés ses composantes et son mode de calcul. A cet égard, deux démarches convergentes peuvent être proposées. La première procède d'une **approche soustractive** et présente l'autofinancement comme un résidu, comme la différence entre des flux d'encaissement et de décaissement potentiellement induits par l'activité de l'entreprise. La seconde relève d'une **définition additive** : l'autofinancement apparaît bien comme une part du surplus monétaire (« cash flow » ou capacité d'autofinancement) dégagé par l'entreprise.

Application n° 6 – Calcul de la capacité d'autofinancement

Soit une entreprise ayant dégagé, au titre de l'exercice 1991, un bénéfice de 348 000 francs dont le calcul est justifié par le compte de résultats détaillé ci dessous :

SOCIÉTÉ X...

CHARGES ET PERTES		PRODUITS ET PROFITS	
Achats	3 445 000	Ventes	16 920 000
Frais de personnel	5 816 000		
Travaux, fournitures et services extérieurs	2 507 000		
Transports et déplacements	204 000		
Frais divers	443 000		
Frais financiers	595 000		
Dotations aux amortissements et aux provisions	3 214 000		
Impôt sur les bénéfices	348 000		
Bénéfice net	348 000		
TOTAL	16 920 000	TOTAL	16 920 000

L'entreprise distribue des dividendes prélevés sur ce bénéfice pour un montant de 98 000 F. La marge brute d'autofinancement ou « cash flow net » ici égale à la CAF (capacité d'autofinancement) dégagée pour 1991, se monte à 3 562 000 francs.

En effet, les **rentrées de fonds potentielles** procurées par l'activité s'établissent à 16 920 000 francs.

En outre, toutes les **sorties de fonds potentielles** entraînées par l'activité s'établissent à 13 358 000 F. Elles correspondent à la somme des seules opérations donnant lieu à une sortie de fonds effective soit :

Achats	3 445 000
Frais de personnel	5 816 000
Travaux extérieurs	2 507 000
Transports et déplacements	204 000
Frais divers	443 000
Frais financiers	595 000
Impôt sur les bénéfices	348 000
	<hr/>
	13 358 000

Le surplus des encaissements sur les décaissements potentiels s'établit donc à 3 562 000 francs, soit 16 920 000 – 13 358 000.

Sur ce surplus monétaire sera prélevé le montant des dividendes à distribuer de sorte que l'autofinancement effectif restant à la disposition de l'entreprise s'établit en fin de compte à **3 464 000 F**, soit la différence entre

. La marge brute d'autofinancement (égale ici à la CAF) :	3 562 000 F
. et les bénéfices distribués	98 000 F
	<hr/>
	3 464 000 F

La seconde façon de formuler l'autofinancement consiste à le présenter comme la somme des dotations de l'exercice aux comptes d'amortissements et de provisions et du bénéfice non distribué, soit dans l'exemple proposé :

. Bénéfice non distribué	250 000 F ⁽¹⁾
. Dotations aux amortissements et provisions	3 214 000 F
	<hr/>
. Autofinancement	3 464 000 F

Bien sûr les deux modes de calcul de l'autofinancement (par addition ou par soustraction), permettent de parvenir au même résultat chiffré. En pratique, on se borne le plus souvent à utiliser la formule additive.

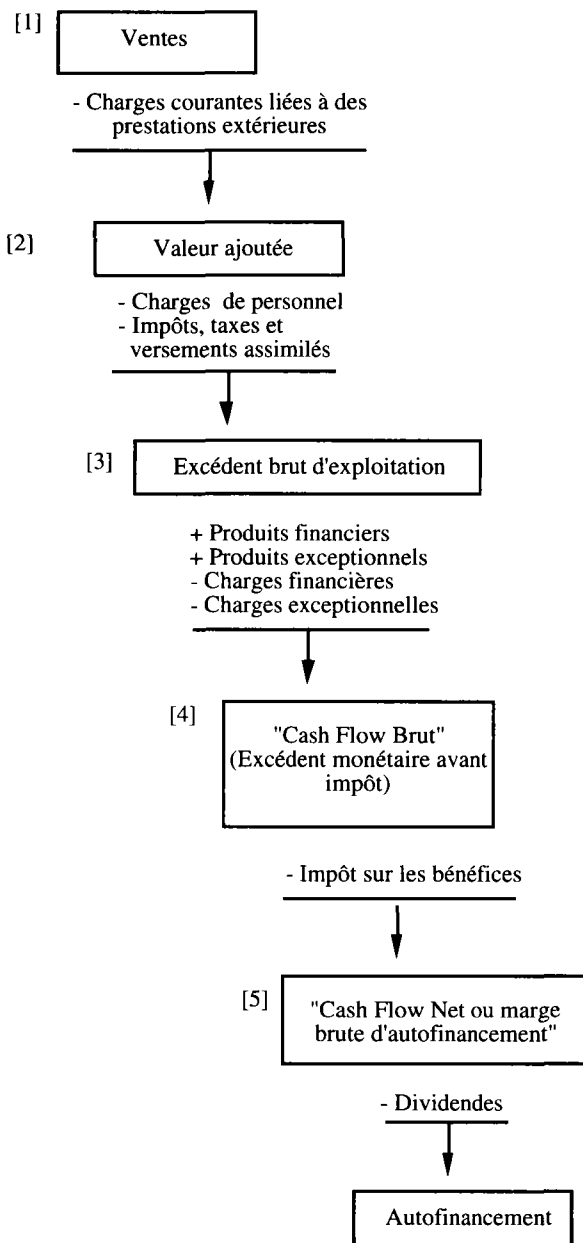
Dans la pratique comptable française, la notion de CAF introduit en outre les corrections relatives aux plus et moins values de cession et aux reprises sur amortissements et provisions (voir Chapitre 4).

B - LES DÉTERMINANTS DE L'AUTOFINANCEMENT

Le montant de l'autofinancement est déterminé par des facteurs dont l'influence peut être mise en évidence aux différentes étapes de sa formation. Ces étapes peuvent être représentées comme suit.

1. Le bénéfice non distribué est évidemment obtenu en faisant :	
Bénéfice net	348 000
– Bénéfice distribué	– 98 000
	<hr/>
	250 000

Figure 1 – La formation de l'autofinancement



Au niveau [1], c'est la comparaison entre l'activité commerciale et les conditions d'approvisionnement qui détermine le montant de la **valeur ajoutée**. Cette dernière subit ainsi l'incidence de la politique et des conditions de vente, de la politique d'approvisionnement en **consommations intermédiaires**, c'est-à-dire en biens et services fournis par des partenaires extérieurs à l'entreprise et consommés dans le cadre de l'activité courante, de la maîtrise plus ou moins grande de la consommation de matières premières et d'énergie ...

Au niveau [2], la formation de l'autofinancement est déterminée par les conditions de **l'activité courante**. On met fréquemment l'accent sur l'influence exercée par la relation de partage salaires/profits. Mais de façon plus générale, l'ensemble des caractéristiques de l'exploitation intervient : dynamisme commercial, politique de prix, évolution de la productivité, évolution des différents coûts ... influent favorablement ou défavorablement sur le niveau de l'excédent brut d'exploitation et, par conséquent, sur l'autofinancement qu'il contribue à dégager.

Au niveau [3] interviennent des **facteurs financiers** et des éléments exceptionnels qui affectent l'excédent dégagé sur les opérations courantes. D'une part, le montant des **prélèvements sur cet excédent** courant sera conditionné par le niveau d'endettement et les taux d'intérêt subis, des incidents divers (vols, incendies, pénalités, etc.). D'autre part, les gains obtenus sur des titres de placement ou de participation (produits financiers), des gains spéculatifs (plus-values sur cessions par exemple) déterminent **une augmentation de l'excédent**. La prise en compte des charges et produits financiers et des pertes et profits exceptionnels permet ainsi de déterminer un excédent sur l'ensemble des opérations effectuées au cours de la période.

Au niveau [4], après prélèvement de l'impôt sur les bénéfices, on peut mesurer le surplus monétaire ultime dégagé et mis à la disposition de l'entreprise et des propriétaires, soit le *Cash Flow Net* ou la Marge Brute d'Autofinancement ou la Capacité d'Autofinancement. A ce stade, le montant du prélèvement fiscal est largement déterminé par la politique d'amortissement et de provision dans la mesure où le montant des dotations que la réglementation fiscale autorise à déduire du bénéfice imposable conditionne le partage entre l'impôt et le bénéfice net. A son tour, le *Cash Flow Net*, se trouvera réparti entre deux destinations.

Au niveau [5], une part, sera éventuellement prélevée pour la **rémunération des propriétaires** sous forme de dividendes et « sort » de l'entreprise. L'autre part reste à la disposition de l'entreprise et permettra de financer ses activités futures : c'est l'autofinancement.

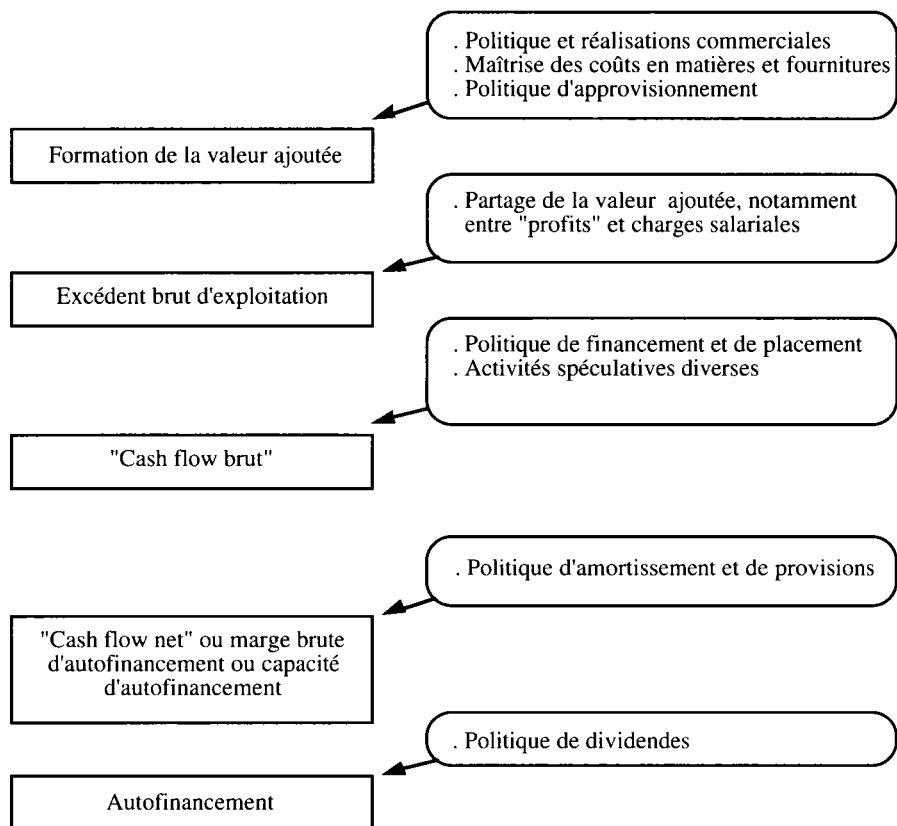
Au total, l'autofinancement en tant que « profit brut » ou « épargne brute », apparaît comme un **fonds d'accumulation** que l'entreprise dégage sur sa propre activité et qui sanctionne de façon synthétique les différents aspects de sa politique.

C – L'IMPORTANCE DE L'AUTOFINANCEMENT POUR LE FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE

À certains égards, l'autofinancement apparaît comme une ressource financière parmi d'autres. Pourtant il ne constitue pas tout à fait une source de fonds « comme les autres ». L'autofinancement conserve un statut privilégié dans la politique de financement de l'entreprise dont il n'est pas seulement une composante ordinaire mais, à proprement parler, le pivot. Dans la mesure où l'autofinancement traduit l'aptitude de l'entreprise à assurer la reproduction de capitaux qui lui sont confiés, il permet seul de constituer un financement indépendant et stable et de secréter les fonds grâce auxquels seront remboursés les emprunts souscrits. À ce titre, il constitue la fondation sur laquelle pourra s'édifier une politique de financement viable.

L'autofinancement traduit en premier lieu l'aptitude de l'entreprise à assurer la reconstitution **simple** (c'est-à-dire la conservation), et si possible, la **reconstitution élargie**, c'est-à-dire la croissance, du capital qui s'y trouve engagé.

Figure 2 – Les déterminants de l'autofinancement



Selon sa définition habituelle, l'autofinancement correspond à des ressources qui permettent tout d'abord la compensation de **l'usure physique ou morale** des actifs durables (dotations aux amortissements). Il assure en deuxième lieu la compensation **des risques** portant soit sur certains éléments de l'actif (provisions pour **dépréciation** de créances, des stocks ...), soit sur l'ensemble du patrimoine (provisions pour **pertes et charges**). Enfin, il comporte la part du résultat qui se trouve maintenue et réinvestie dans l'activité de l'entreprise.

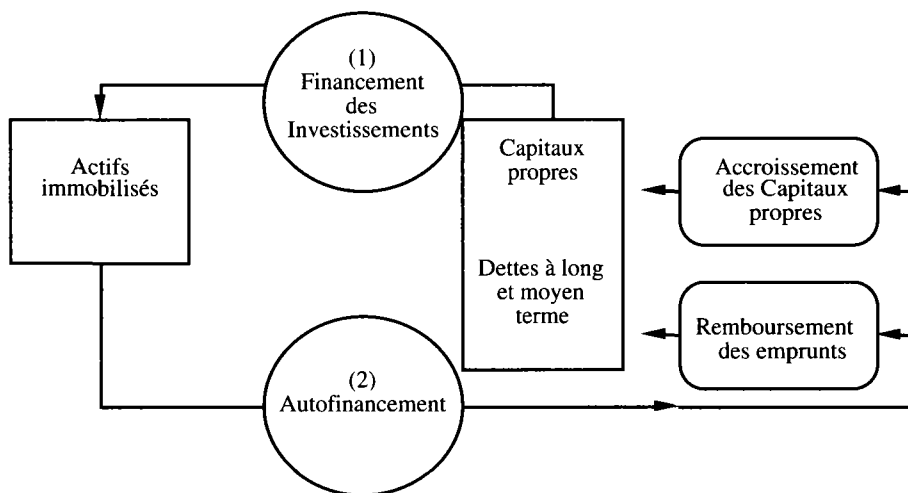
Les deux premières composantes constituent bien une évaluation des ressources nécessaires pour reconstituer les capitaux engagés durablement dans l'entreprise (on parle parfois à leur sujet « d'autofinancement de maintien »). La troisième constitue l'apport additionnel qui permettra d'élargir l'outil de travail et donc de développer l'activité (on désigne parfois cette composante sous la dénomination « d'autofinancement de croissance »)

Autofinancement = Dotation aux amortissements + Dotation aux provisions + Bénéfice non distribué	} }	Autofinancement « de maintien » « de croissance »
---	----------------	---

En cas de perte, l'autofinancement ne permet pas de maintenir à niveau constant les fonds engagés par l'entreprise : il y a donc destruction de capital.

Le cycle de l'accumulation peut dès lors être représenté de la façon suivante :

Figure 3 – Autofinancement et cycle des capitaux « longs » engagés dans l'entreprise



En tant que surplus monétaire secrété et réinvesti dans l'entreprise, l'autofinancement peut faire l'objet de deux affectations fondamentales. D'une part, il peut être engagé durablement dans le financement d'**actifs immobilisés** (il s'agit des investissements au sens le plus traditionnel du terme). D'autre part, il peut être affecté au **remboursement d'emprunts**. La comparaison entre le montant des dettes à long et moyen terme et celui de l'autofinancement (ou de la capacité d'autofinancement) fournit ainsi une indication précise sur la **capacité de remboursement** d'une entreprise.

Application n° 7 – Capacité d'autofinancement et autofinancement

Soit le cas d'une entreprise dont les dettes à long et moyen terme représentent un encours de 1 750 000 francs au 31 décembre 1991. Au cours de l'exercice 1991, elle a dégagé un bénéfice net de 175 000 francs. Elle a en outre constitué des dotations aux amortissements de 550 000 francs et des dotations aux provisions (probablement durables), de 220 000 francs. Compte tenu des projets de développements de l'entreprise, les actionnaires acceptent de ne percevoir aucun dividende au titre de l'exercice 1991. Dans ce cas, on peut établir les constatations suivantes :

. *Marge brute d'autofinancement = 945 000 francs*

<i>soit :</i>	<i>= Dotations aux amortissements</i>	<i>550 000</i>
	<i>+ Dotations aux provisions</i>	<i>220 000</i>
	<i>+ Bénéfice net</i>	<i>175 000</i>

. Autofinancement = 945 000 francs

soit :	Marge brute d'autofinancement	945 000
	- Bénéfice distribué	0
ou encore :	Dotations aux amortissements	550 000
	+ Dotations aux provisions	220 000
	+ Bénéfice non distribué	175 000

D – AUTOFINANCEMENT ET CAPACITÉ DE REMBOURSEMENT

Les données de l'application n° 7 permettent de dégager la relation entre autofinancement et capacité de remboursement. D'après ces données, en effet, si l'entreprise consacrait l'intégralité de son surplus monétaire à rembourser ses dettes à long et moyen terme, il lui faudrait 1,85 année pour parvenir à éteindre les obligations qu'elle doit se reconnaître à ce titre.

L'indicateur qui exprime la capacité de remboursement est donc le rapport :

$\frac{\text{Encours de dettes à long et moyen terme}}{\text{Marge brute d'autofinancement}}$

ou encore :

$\frac{\text{Encours de dettes à long et moyen terme}}{\text{Autofinancement}}$

Dans l'exemple ci-dessus, les deux indicateurs fournissent le même résultat : en l'absence de distribution de dividendes, l'autofinancement est en effet égal à la Marge Brute d'Autofinancement. On obtient donc, avec les deux formules :

$$\frac{1\,750\,000}{945\,000} = 1,85.$$

Le recours aux indicateurs présentés ci-dessus peut être justifié si l'on se rappelle que la CAF, la marge brute d'autofinancement et, de façon plus précise, l'autofinancement mesurent la capacité de l'entreprise à créer ou à reconstituer un surplus monétaire qui constitue la seule source de fonds possible pour rembourser les emprunts. Lorsque les deux rapports ci-dessus présentent des valeurs faibles, c'est que l'entreprise n'est pas très endettée par rapport à sa capacité d'autofinancement. En revanche, lorsque le rapport atteint des valeurs élevées, l'entreprise apparaît très endettée et devrait rencontrer des difficultés futures pour rembourser ses dettes lorsqu'elles parviendront à leur échéance. Les valeurs moyennes observées pour ces indicateurs s'inscrivent dans un intervalle de 2 - 3, d'après des observations empiriques, ce qui signifie que les entreprises concernées auraient besoin d'affecter deux à trois années de leur marge brute d'autofinancement ou de leur autofinancement au remboursement de leurs dettes à long et moyen terme pour éteindre ces dernières. Des entreprises pour lesquelles l'encours de dettes à terme représente moins de deux années de marge brute d'autofinancement disposent d'une capacité

de remboursement encore peu saturée : elles sont donc en mesure de solliciter de nouveaux emprunts sans mettre en péril leur solvabilité à terme. Des entreprises pour lesquelles l'encours représente plus de trois ans de marge brute d'autofinancement semblent au contraire saturer leur capacité de remboursement compte tenu de leur endettement actuel ; le recours à de nouvelles dettes risque ainsi d'aggraver leur situation, et des prêteurs éventuels hésiteront à prendre le risque d'accorder de nouveaux concours dont le remboursement pourrait s'avérer problématique. Ces observations montrent bien que l'autofinancement constitue le fondement même de la capacité de remboursement. Son niveau actuel et son évolution récente sont un des éléments essentiels que les apporteurs de capitaux externes chercheront à prendre en compte avant d'accepter de s'engager dans l'entreprise. Un niveau satisfaisant d'autofinancement apparaît ainsi comme la condition fondamentale pour l'obtention d'autres sources de financement : pas d'augmentation de capital ni d'emprunt si l'entreprise ne manifeste pas une capacité d'autofinancement suffisante. De façon peut-être paradoxale, le financement externe apparaît ainsi **comme un complément et non comme un substitut** des ressources procurées par l'autofinancement.

E – AUTOFINANCEMENT ET AUTONOMIE FINANCIÈRE

Dans la mesure où l'autofinancement est engendré par l'activité de l'entreprise elle-même, il apparaît enfin comme le seul gage possible d'une **autonomie** et d'une **stabilité** suffisantes dans le financement. Bien sûr, il existe d'autres ressources stables que l'autofinancement, par exemple l'augmentation de capital ou l'emprunt à long et moyen terme. Mais l'insuffisance d'autofinancement risque de tarir les sources externes de financement à terme ainsi qu'on l'a déjà souligné. L'autofinancement constituera donc en toute hypothèse l'amorce inévitable de tout plan de financement à terme : les bailleurs de fonds externes n'accepteront d'apporter des ressources durables que si le montant de l'autofinancement engendré par l'entreprise les rassure sur sa viabilité et ses performances.

De même, il existe d'autres ressources autonomes que l'autofinancement puisque tout apport en capitaux propres ne semble pas accroître la dépendance de l'entreprise à l'égard de prêteurs. Mais, d'une part, une entreprise présentant des résultats et un autofinancement insuffisants risque de décourager les apports en capital de nouveaux actionnaires, voire même des actionnaires déjà associés au capital. D'autre part, en cas d'insuffisance de l'autofinancement, le recours à l'augmentation de capital peut être l'occasion d'une perte de contrôle, totale ou partielle, pour les associés actuels contraints de faire appel à des ressources externes pour reconstituer les capacités de financement de l'entreprise.

SECTION 3 – LES APPORTS EN CAPITAUX PROPRES

A – LES DIFFÉRENTS TYPES D'AUGMENTATION DU CAPITAL

1 – Les augmentations de capital par apports en numéraire et en nature

Les apports externes en capitaux propres correspondent soit à la mise de fonds initiale avancée par les propriétaires pour la fondation de l'entreprise, soit à des mises de fonds additionnelles fournies à l'occasion d'augmentation de capital.

Ces apports s'effectuent soit **en nature** (cession à l'entreprise d'immeubles, de matériel, d'actifs incorporels), soit en argent liquide ou **en numéraire**.

En contrepartie, les apporteurs se voient reconnaître une participation au capital c'est-à-dire la propriété d'une part de capital qui leur confère ainsi le statut d'associé. L'association au capital se manifeste sous des formes diverses selon **la nature de l'entreprise** : remise de parts de capital dans une société en nom collectif ou une société à responsabilité limitée (SARL), d'actions dans les sociétés anonymes (SA) ou les Sociétés en commandite par actions etc. Mais dans tous les cas, le propriétaire d'une fraction du capital se voit reconnaître trois ensembles de droits. D'une part, il bénéficie d'un droit de participation, sous des formes et à des degrés divers, à la prise de décision au sein de l'entreprise. D'autre part, il bénéficie d'un droit sur une quote-part des éventuels bénéfices. Enfin, il conserve la possibilité de récupérer une fraction du patrimoine de l'entreprise en cas de dissolution de cette dernière.

Dans la mesure où les augmentations de capital par apport en numéraire ou en nature apportent des moyens nouveaux à l'entreprise qui en bénéficie, elles contribuent effectivement à son financement. En revanche, certaines formes d'augmentation de capital n'apportent pas de ressources nouvelles mais se bornent à fixer, à stabiliser des ressources déjà mises à la disposition de l'entreprise.

2 – Les augmentations de capital par incorporation de réserves

Dans le cas **des augmentations de capital par incorporation de réserves**, l'entreprise intègre au capital une fraction de réserves représentant des bénéfices antérieurement dégagés et non prélevés par les propriétaires.

A l'occasion de cette augmentation du capital, elle procède à une distribution d'actions gratuites aux associés, au prorata de leur participation dans le capital.

Application n° 8 – Augmentation de capital
par incorporation de réserve

Soit une société anonyme au capital de 20 000 000 francs correspondant à 2 000 actions de nominal 10 000 francs. On procède à l'incorporation de réserves au capital pour un montant de 5 000 000 francs. L'augmentation se traduit par l'émission d'actions nouvelles attribuées gratuitement aux actionnaires au prorata de leur participation dans le capital. De façon plus précise, comme la création de capital correspond ici à 1/4 du montant initial, on procédera à l'attribution d'une action gratuite pour quatre actions anciennes détenues. La situation des capitaux propres avant et après l'augmentation se présente donc comme suit :

	avant l'augmentation	après l'augmentation
. Capital social	20 000 000	25 000 000
. Réserves	35 000 000	30 000 000
Total des capitaux propres	55 000 000	55 000 000

L'incorporation de réserves donne lieu à une simple restructuration des capitaux propres sans que leur montant total varie.

L'augmentation de capital par incorporation de réserves semble n'avoir aucune incidence sur le montant des ressources obtenues par l'entreprise, donc sur le financement de cette dernière.

*Pour les porteurs d'actions également, l'augmentation de capital par incorporation de réserves permet de recevoir des **actions gratuites** créées par l'entreprise à raison d'une **nouvelle pour quatre anciennes** mais leur situation globale ne semble pas avoir changé.*

Application n° 9 – Position individuelle d'un actionnaire en cas de distribution d'actions gratuites

Soit un actionnaire détenant 8 actions, c'est-à-dire, 8/2 000 des capitaux propres, avant l'augmentation de capital mentionnée dans l'illustration n° 8. Après attribution de 2 actions gratuites pour 8 anciennes, son droit sur l'entreprise évolue de la façon suivante :

Avant incorporation des réserves :

- . Quote part du capital social :
 $8 \times 10\,000 \text{ francs}$ soit **80 000 francs**
- . Quote part des réserves
 $8/2\,000 \times 35\,000\,000$ soit **140 000 francs**
- . Quote part des capitaux propres
 $\frac{8}{2\,000} \times 55\,000\,000 =$ **220 000 francs**

Après incorporation des réserves :

- . Quote part du capital social :
 $8 \times 10\,000 \text{ francs}$ soit **80 000 francs**
+ $2 \times 10\,000$ soit **20 000 francs**
(ces deux actions lui étant attribuées « gratuitement »)
- . Quote part des réserves :
détention de 10 actions sur un total de 2 500, soit un droit patrimonial de :
 $\frac{10}{2\,500} \times 30\,000\,000 =$ **120 000 francs**

$$\text{Total : } \frac{10}{2\,500} \times 55\,000\,000 = \mathbf{220\,000 \text{ francs}}$$

Ainsi, l'opération semble neutre à la fois pour le financement de l'entreprise et pour la richesse des associés. Elle conserve cependant un sens et un effet, mais à terme.

Même si la richesse des propriétaires semble inchangée dans l'immédiat, deux avantages indirects leur ont été apportés.

D'une part, les nouvelles actions, sont plus faciles à céder que le droit antérieurement détenu sur des réserves. Les actionnaires ont ainsi amélioré la mobilité de leur placement, c'est-à-dire la possibilité de récupérer en argent liquide, tout ou partie de leur mise de fonds.

D'autre part, si l'entreprise maintient ou accroît dans le futur le montant du dividende par action qu'elle distribue (c'est le cas le plus fréquent), les actionnaires recevront un dividende accru du fait de l'augmentation du nombre de leurs actions.

Ainsi, l'incorporation de réserves s'analyse comme un avantage accordé aux actionnaires et devrait améliorer leur image de l'entreprise ce qui, indirectement, accroîtra les possibilités de financement accessibles à cette dernière.

3 – Les augmentations de capital par conversion de dettes

De même que l'incorporation de réserves, l'augmentation de capital par conversion de dettes ne semble pas avoir d'incidence sur le financement de l'entreprise. Dans ce cas en effet, on se borne à « virer » en capitaux propres un montant qui figurait antérieurement dans des comptes de dettes, sans modifier l'enveloppe globale des ressources, c'est-à-dire le montant du passif. L'opération a cependant trois incidences directes ou indirectes en termes de financement.

Dans la mesure où une dette se trouve « transformée » en participation au capital, l'entreprise se trouve libérée d'une échéance future et accroît ainsi la stabilité de son financement. En contrepartie, elle reconnaît cependant à l'ancien créancier une participation au capital avec toutes les incidences que cela peut comporter, notamment en termes d'influence sur les décisions dans l'entreprise.

Puisque le montant des dettes diminue et que celui des capitaux propres augmente, l'entreprise paraît désormais moins endettée ; elle a ainsi amélioré sa structure financière. En cas de besoin, elle pourra donc solliciter plus aisément de nouveaux emprunts : la conversion de dettes aura ainsi permis de **reconstituer la capacité d'endettement** (et la capacité de financement) de l'entreprise.

Si l'échéance de la dette faisant l'objet de la conversion est proche, l'opération effectuée allège la pression exercée sur la trésorerie de l'entreprise et permet aussi de réduire les besoins de financement immédiats.

Au total, parmi toutes les formes d'augmentation de capital, seules celles qui sont effectuées en contrepartie d'**apports en numéraire** et d'**apports en nature** apparaissent directement comme des opérations de financement. Les augmentations de capital opérées à l'occasion d'une incorporation de réserves ou d'une conversion de dette apparaissent davantage comme des restructurations des ressources déjà obtenues et n'affectent pas directement leur montant total. Toutefois, ces opérations exercent une influence indirecte et parfois différée, sur les conditions du financement.

B – L'ÉVALUATION DES CAPITAUX PROPRES

L'**évaluation du capital** pose un problème complexe du fait de la pluralité des mesures qu'on peut en proposer. En effet, **trois notions de la valeur** sont couramment mises en œuvre à propos des capitaux propres.

1 – La valeur nominale du capital

La valeur nominale du capital correspond à une simple valeur de référence. C'est cette notion que l'on emploie lorsqu'on dit que la société X présente un capital de 200 000 000 francs

composé de 20 000 actions de 10 000 francs. Cette valeur nominale reste celle qui est imprimée sur les actions lorsque ces titres se présentent encore sous une forme matérielle. Le terme « capital social » désigne la valeur nominale du capital dans le cas d'une société, quelle que soit sa forme (société anonyme, SARL, société en nom collectif...).

2 – La valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque du capital est une valeur patrimoniale. Elle correspond à la Situation Nette {S}, c'est-à-dire au montant qui serait rétrocédé aux propriétaires si l'entreprise cessait son activité et réalisait son patrimoine. Dans ce cas, les actifs seraient cédés et permettraient d'obtenir la somme d'argent liquide {A}. Puis, les créanciers étant prioritaires par rapport aux associés, il faudrait prélever la somme nécessaire pour rembourser l'ensemble de ses Dettes, soit {D}.

Dès lors, la somme restant à partager entre les associés en proportion de la part du capital qu'ils détiennent serait :

$$\{A\} - \{D\} = \{S\}$$

Cette somme {S} permet à son tour de calculer la valeur intrinsèque de chaque part du capital ou de chaque action. On peut alors écrire $VI = \frac{\{S\}}{n}$ avec n, le nombre d'actions ou de parts et VI, la valeur intrinsèque de chaque part.

Bien entendu cette valeur intrinsèque a peu de chances de coïncider avec la valeur nominale du capital. Une telle hypothèse ne pourrait être envisagée que si l'entreprise s'était bornée à assurer strictement le maintien de son capital d'origine, sans mettre en réserve la moindre part des bénéfices réalisés depuis sa fondation, ni imputer quelque perte que ce soit. En général, la valeur de la situation nette sera donc très probablement différente de celle du capital nominal, supérieure si l'entreprise a réalisé de bonnes opérations et accumulé des bénéfices non distribués, inférieure si l'entreprise a dégagé des pertes et « consommé » du capital.

3 – La valeur marchande

La **valeur marchande** du capital (on parle également de **valeur vénale**) correspond enfin à la valeur pour laquelle le capital (ou des parts de ce dernier) sont échangés à l'occasion de transactions. Dans le cas particulier des entreprises cotées en bourse, on peut se référer à un prix déterminé de façon explicite : **le cours boursier**.

Ainsi, pour une Société Anonyme dont le capital compte 10 000 actions, l'observation d'un cours de 2 750 francs par action permet d'évaluer la valeur globale du capital à 27 500 000 francs. Cette dernière somme correspond à la valeur que le marché boursier reconnaît à l'entreprise : on parle alors de valeur marchande ou encore de **capitalisation boursière**. De façon générale dans le cas des sociétés dont les actions sont cotées en bourse, on aura :

$$\text{Capitalisation boursière} = \text{Nombre de Titres} \times \text{Cours boursier}$$

On pourrait penser, en première analyse, que la valeur marchande du capital devrait davantage « coller » à la valeur intrinsèque, le marché se référant à la valeur du patrimoine pour évaluer les actions et fixer leur capitalisation boursière. Mais dans les faits, un décalage persiste entre ces différentes évaluations. En effet, si le marché prend en

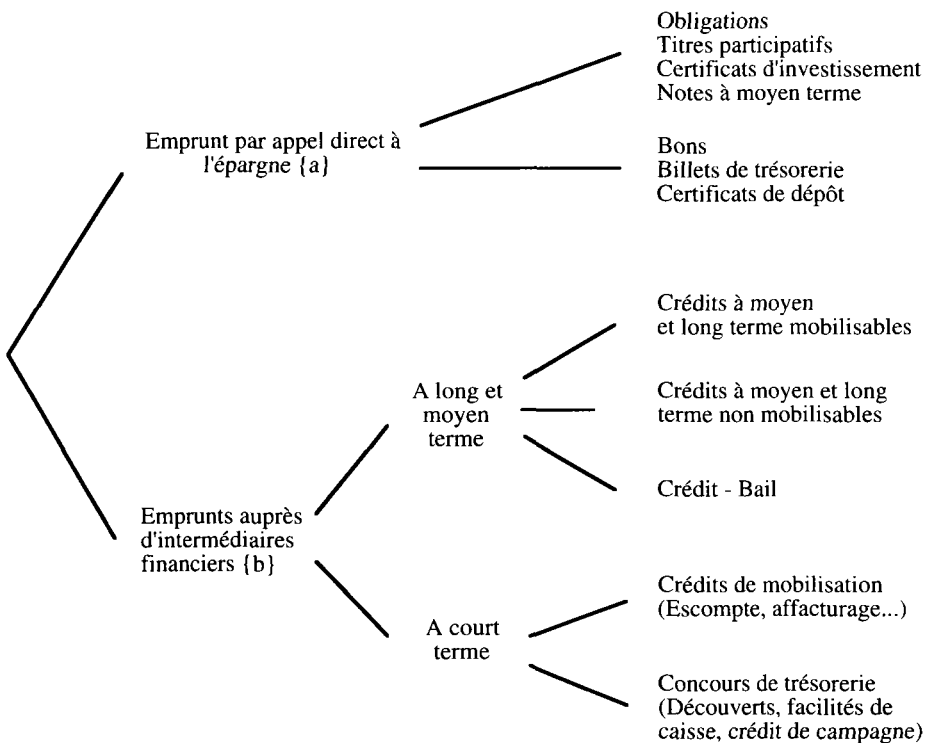
compte la valeur du patrimoine, il la « corrige » en tenant compte des **perspectives de rendement** futur de l'entreprise. Si celle-ci semble présenter de bonnes perspectives de gains futurs, la valeur de rendement dépassera largement la valeur du patrimoine tel qu'il se présente aujourd'hui. En revanche, si les perspectives de gain futur sont défavorables (à cause d'un marché en cours de contraction, d'une technologie dépassée, de la faiblesse du système de gestion...), la capitalisation boursière ne représentera même pas la valeur du patrimoine. Ainsi, tout se passe comme si le marché boursier appréciait une entreprise non sur la valeur liquidative de son patrimoine présent, mais sur la prévision de sa croissance et de ses gains futurs.

Pour une entreprise qui envisage de recourir à une augmentation de capital par apport en numéraire, une bonne « image » sur le marché assure à la fois un prix élevé (le cours pratiqué lors d'une augmentation de capital s'appelle **prix d'émission**) et un placement facile des titres, ce qui permet d'obtenir des ressources abondantes, dans des conditions favorables. A cet égard, le problème de l'évaluation des actions par le marché est une variable importante de la politique de financement d'une entreprise qui envisage de recourir à une augmentation de capital.

SECTION 4 – LE RECOURS A L'ENDETTEMENT

C'est à propos des formes de l'endettement que la profusion des moyens de financement apparaît avec le plus d'évidence. Si l'on se réfère aux critères déjà proposés ci-dessus, il est cependant possible d'en proposer un classement relativement clair.

Figure 4 – Un classement des différentes formes d'endettement



Mais ce tableau de la **figure 4** doit encore être complété par la prise en compte de trois autres types de crédits ou de prêts.

Des **concours spécifiques** concernent certaines opérations telles que l'exportation, la création d'entreprises, la décentralisation. Ces concours sont généralement attribués par des intermédiaires financiers et devraient donc être rattachés à la catégorie {b}.

Le **crédit inter-entreprises** qui se noue lorsqu'une entreprise accorde à ses clients des délais de règlement ne met en cause ni l'appel à l'épargne ni l'intermédiation.

Enfin, des concours susceptibles d'être obtenus sont des **marchés internationaux de capitaux** ou auprès de **banques internationales** représentent des montants importants et des techniques financières complexes. Mais ils ne concernent en pratique qu'un nombre très limité de grandes entreprises, publiques ou privées.

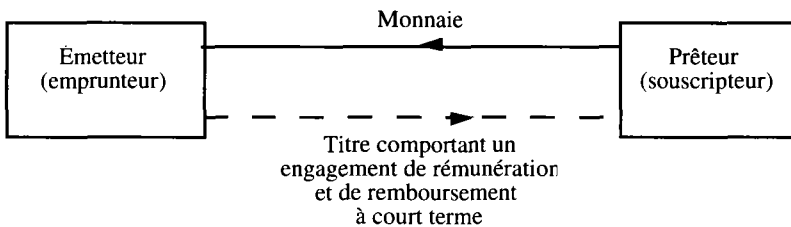
A – L'ENDETTEMENT PAR APPEL DIRECT À L'ÉPARGNE

L'endettement par appel direct à l'épargne constitue un mode de financement particulièrement sélectif et ne concerne en propre que les grandes entreprises et d'importantes institutions publiques ou privées. Lorsque leur situation économique et leurs résultats sont favorablement appréciés, seules ces dernières présentent en effet une notoriété et une surface financière suffisantes pour qu'un large public puisse être atteint par leur appel à l'épargne et leur accorder sa confiance et ... ses fonds. Dans la pratique, le mode de financement se traduit par deux types d'opérations : **l'émission de titres** à court terme et **l'émission d'obligations** et d'autres titres longs. Depuis quelques années, de nouvelles formes d'emprunt sont apparues, créant, pour les entreprises qui y recourent, de nouveaux types d'engagements intermédiaires entre les dettes et les capitaux propres au point que l'on a pu parler à leur sujet de « **quasi-fonds propres** ».

1 – L'émission de titres à court terme

L'émission de bons, de billets de trésorerie ou d'autres titres à court terme constitue une opération par laquelle l'émetteur remet un titre en contrepartie d'apports de fonds qui lui sont prêtés à court ou à moyen terme. Ces titres qui peuvent être émis dans le public ou placés auprès de partenaires avec lesquels l'émetteur établit un contact direct apparaissent comme une forme d'obligations simplifiée et à terme plus court.

Figure 5 – Schéma d'une émission de titres financiers



2 – L'émission d'obligations

L'**émission d'obligations** (c'est-à-dire le lancement d'un emprunt obligataire) constitue la forme privilégiée d'emprunt par appel direct à l'épargne, même si elle est réservée aux seules sociétés par actions remplissant des conditions sélectives.

En effet, le principe de ce type d'opération consiste dans le **fractionnement de l'emprunt** en un grand nombre de parts, les obligations. Ce fractionnement permet de réaliser une centralisation financière plus efficace en mobilisant de multiples contributions de montant éventuellement limité. Chaque obligation constitue donc pour le prêteur un titre de créance et pour l'emprunteur une reconnaissance de dette.

Comme les autres valeurs mobilières (et notamment les actions), les obligations sont cessibles, négociables. En cas de besoin, le prêteur peut ainsi espérer rentrer dans ses fonds, dans des conditions plus ou moins rapides et plus ou moins favorables selon la qualité du titre (donc de l'émetteur) et la conjoncture sur le marché financier. Cette possibilité de revendre des obligations sur un marché « secondaire » à d'autres épargnants, sans attendre leur remboursement par l'emprunteur (l'échéance), accroît ainsi la mobilité des placements pour les porteurs quoique leur terme normal soit à long terme (sept à vingt ans). Elle permet ainsi de rendre compatibles les besoins des emprunteurs qui souhaitent disposer de capitaux durables et ceux des épargnants qui recherchent la souplesse et la mobilité dans leurs placements.

Le remboursement des obligations (on parle « d'amortissement financier ») s'effectue selon des conditions arrêtées dès leur lancement soit en une seule fois (« amortissement in fine »), soit par tranches (« amortissement par annuités »), le choix des titres amortis faisant alors l'objet d'un tirage au sort.

Enfin, alors que la **rémunération** des obligations était traditionnellement **fixe**, l'apparition des obligations **participantes** (dont la rémunération varie selon les résultats de l'entreprise) puis, et surtout, d'obligations à **taux révisables** (ou taux flottant) interdit d'assimiler aujourd'hui les obligations à des « valeurs à revenu fixe ».

Le **montant des émissions** varie considérablement d'une place à l'autre. Sur le marché français, il se situe généralement entre 50 et 100 millions de francs français, ces limites représentant des seuils économiques indicatifs plus que des normes juridiques ou techniques absolues. Le plancher indiqué correspond à la « masse critique » qui permet d'absorber des frais fixes induits par l'émission et d'atteindre efficacement les souscripteurs potentiels. Quant à la limite supérieure mentionnée, elle traduit surtout la saturation possible du marché qui ne peut absorber un montant indéfini de titres. Dès lors, ce plafond est également variable : ainsi, on a pu relever au cours des dernières années des émissions portant sur plusieurs milliards de francs.

La capacité d'absorption du marché est manifestement déterminée par l'abondance des fonds susceptibles d'être engagés sur le marché financier et l'intensité de la concurrence que se font les émetteurs de titres. A cet égard, le lancement d'emprunts publics dans une conjoncture où le budget de l'État présente un déficit élevé a conduit, depuis 1976, à une progressive éviction des emprunteurs privés. Les titres bénéficiant de la garantie de l'Etat offrent plus de sécurité et sont de ce fait préférés par les épargnants, ce qui restreint le montant des fonds prêtables réellement accessibles aux émetteurs privés.

B – LES PRÊTS ET CRÉDITS CONSENTIS PAR LES BANQUES ET LES AUTRES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS

Les prêts et crédits dispensés par les intermédiaires financiers correspondent à des procédures que l'on peut classer selon leur objet économique. A cet égard les entreprises sont principalement concernées par quatre types de concours :

- les crédits à court terme de mobilisation ou de trésorerie,
- les crédits à l'exportation,
- les crédits à l'investissement,
- les crédits immobiliers.

Les crédits à l'investissement représentent une part importante de la masse de crédits distribués par les intermédiaires financiers aux entreprises et la principale affectation de ces derniers. On constate parmi ces concours la prédominance des crédits à moyen terme non mobilisables et à long terme, ce qui permet de relever l'importance de l'engagement pris par les institutions qui les distribuent pour leur financement.

Il faut toutefois réserver une mention particulière aux opérations de **crédit-bail mobilier ou immobilier** qui correspondent à une forme particulière de financement. Dans ce cas, un établissement financier ou une banque de crédit à long et moyen terme acquiert un bien choisi par l'entreprise souhaitant investir. Puis le bien est donné en location à l'entreprise concernée qui bénéficie d'une possibilité de rachat.

Ainsi l'investisseur n'obtient pas un crédit à proprement parler, mais il évite l'avance initiale qu'aurait exigé l'achat d'un bien d'équipement. En contrepartie, il est simplement locataire du bien qu'il utilise et devra régler, selon une périodicité prévue à l'avance, des loyers à l'établissement de crédit-bail. Celui-ci demeure donc propriétaire jusqu'à ce que le locataire fasse éventuellement jouer son option de rachat.

Les crédits à court terme ont généralement une échéance à moins d'un an mais qui peut aller jusqu'à deux ans. Ils sont en quasi-totalité distribués par les banques. Ces concours peuvent être dissociés en crédits de trésorerie et crédits de mobilisation.

Les crédits de mobilisation se constituent chaque fois qu'une banque accepte de mobiliser des créances détenues par une entreprise. A l'occasion de leurs opérations commerciales, les entreprises accumulent des créances, chaque fois qu'elles accordent un délai de règlement à un client. Par la suite, elles peuvent attendre l'écoulement normal de ce délai pour recouvrer leurs créances et encaisser le montant de leur vente : on dit alors qu'elles « nourrissent » elles-mêmes ces créances. Mais, la situation financière des entreprises ne leur permet généralement pas d'attendre que le recouvrement s'effectue au terme d'un délai qui atteint fréquemment 60 à 90 jours. C'est pourquoi les banques interviennent en prenant en charge, « en mobilisant » certaines de ces créances. Elles mettent alors à la disposition des entreprises bénéficiaires, une somme de monnaie immédiatement disponible, correspondant au montant de la créance diminué des agios (intérêts et commissions) qui constituent la rémunération de la banque.

Outre ces crédits de mobilisation obtenus en contrepartie ou en représentation de créances, les entreprises ont enfin accès à des **crédits de trésorerie** qui apportent un soutien général à l'équilibre financier à court terme.

Chapitre 9

Coût du financement et structure financière

Le système financier national ou international propose aux entreprises une gamme complexe de moyens de financement diversifiés. Dès lors, les choix effectués parmi les ressources accessibles et la combinaison de ces ressources constituent deux aspects majeurs de la politique financière.

Dans la préparation des décisions de financement, l'entreprise doit donc disposer de critères rigoureux qui lui permettent de sélectionner et de combiner ces ressources. Parmi les variables susceptibles d'intervenir pour orienter ces décisions, on doit souligner l'importance des considérations de durée, d'autonomie et de flexibilité. Mais la recherche d'une maîtrise du coût du financement constitue sans doute le principal déterminant des choix relatifs aux ressources mises en œuvre.

Le problème du coût semble se poser en termes relativement simples lorsqu'on le pose au niveau de ***chaque ressource considérée isolément*** (Section 1).

*En revanche, la détermination du **coût global du financement** soulève d'emblée d'importantes difficultés. Certaines de ces difficultés présentent un caractère technique (Section 2). Mais les problèmes les plus délicats soulevés par la décision de financement concernent une question de fond. Ils portent sur **l'influence que la structure financière** (c'est-à-dire la combinaison de ressources choisie par l'entreprise) exerce d'abord sur le coût de chaque ressource et, par conséquent, sur le coût global du financement (Section 3).*

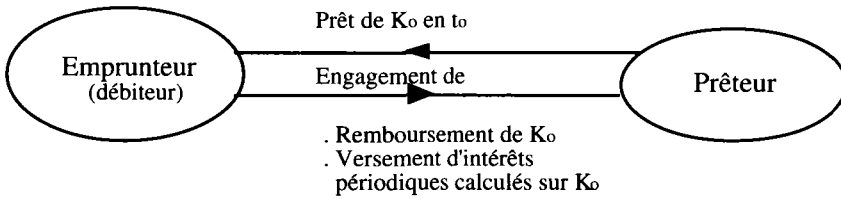
SECTION 1 – LE COUT SPÉCIFIQUE D'UNE RESSOURCE ISOLÉE

La détermination du coût d'une ressource isolée met en jeu des calculs financiers fondamentaux relatifs à l'intérêt et à l'actualisation (§ A). Elle soulève cependant des problèmes nettement différenciés selon qu'il s'agit de déterminer le coût des dettes (§ B) ou celui des sources de financement propre (§ C).

A – CALCULS FINANCIERS FONDAMENTAUX

1 – Intérêts simples

La méthode de calcul de l'intérêt simple repose sur un mécanisme dans lequel un débiteur (emprunteur) assure à son créancier (prêteur) une rémunération périodique (le plus souvent annuelle) calculée sur le seul montant initial du prêt.



Selon un tel mécanisme, l'emprunteur qui reçoit un montant initial de K_0 doit régler des intérêts périodiques $I_1, I_2 \dots I_n$ calculés sur K_0 , auquel on applique un taux d'intérêt i . On peut alors écrire :

$$I_1 = I_2 = \dots = I_n = i \times K_0 = I$$

A la fin de l'opération, le prêteur aura donc perçu, en contrepartie de son apport :

$$K_n = \underbrace{K_0}_{\text{Montant du remboursement}} + \underbrace{I_1 + I_2 + \dots + I_n}_{\text{Annuités constantes d'intérêt}}$$

$$\Rightarrow K_n = K_0 + n \times I = K_0 + n \times i \times K_0$$

(1)

$$\Rightarrow K_n = K_0 (1 + n \cdot i)$$

On dira que K_n représente la **valeur acquise** par une somme K_0 placée à intérêts simples pendant n périodes.

Application n° 10 – Calculs d'intérêts simples

Une somme de 10 000 000 francs est prêtée à intérêts simples pendant 3 ans. Le taux d'intérêt stipulé par contrat s'établit à 11% par an. Déterminer la valeur acquise par ce capital, au bout de trois ans.

$$K_0 = 10\,000\,000 \text{ francs.}$$

$$i = 11\% = 11/100 = 0,11$$

$$I_1 = I_2 = I_n = I = i \times K_0 = 0,11 \times 10\,000\,000$$

$$\Rightarrow I = 1\,100\,000$$

$$\Rightarrow K_3 = K_0 + I_1 + I_2 + I_3 = K_0 + 3 \cdot I$$

$$\begin{aligned} \Rightarrow K_3 &= 10\,000\,000 + 3 \times 0,11 \times 10\,000\,000 \\ &= 10\,000\,000 (1 + 3 \times 0,11) \end{aligned}$$

$$\Rightarrow K_3 = 13\,300\,000 \text{ francs}$$

2 – Intérêts composés

La méthode de l'intérêt simple est essentiellement réservée aux opérations de court terme. Quant aux opérations à moyen et long terme, elles appliquent généralement le principe de l'intérêt composé fondé sur la **capitalisation des intérêts**.

Dans le cas de l'intérêt simple, on supposait en effet que le prêteur percevait chaque année le montant des intérêts qui lui sont dus ; le montant du prêt n'englobe donc, en permanence, que le capital initial K_0 . Dans la méthode de l'intérêt composé, les annuités

d'intérêt ne sont pas versées au prêteur au fur et à mesure que l'opération se déroule. En conséquence, le capital dû par l'emprunteur augmente période après période du fait de la « capitalisation des intérêts » qui, par la suite, doivent également donner lieu à un calcul d'intérêts.

Au terme d'une première période, la valeur acquise K_1 est identique dans le cas de l'intérêt simple et dans celui de l'intérêt composé :

(2)

$$K_1 = K_0 + i \times K_0 = K_0 (1 + i)$$

Mais dans le cas de l'intérêt simple, le montant des intérêts est aussitôt versé au prêteur ; en conséquence, le capital restant dû se limite à K_0 et les calculs d'intérêts futurs ne s'appliquent qu'à ce capital initial. Dans le cas de l'**intérêt composé** au contraire, l'intérêt n'est pas encore versé au prêteur mais se trouve incorporé au capital restant dû qui sera rémunéré au cours de la seconde période.

Au terme d'une deuxième période, la valeur acquise sera alors, du point de vue du prêteur, égale à K_2 calculée sur la base de K_1 , montant du capital prêté au début de cette deuxième période :

$$K_2 = K_1 + i \cdot K_1$$

$$\text{Or, } K_1 = K_0 (1 + i)$$

$$\Rightarrow K_2 = K_0 (1 + i) + i \cdot K_0 (1 + i) = K_0 (1 + i) (1 + i)$$

(3)

$$\Rightarrow K_2 = K_0 (1 + i)^2$$

Par la suite, K_3 sera acquis au terme de la troisième période grâce au maintien du prêt de K_2 pendant sa durée.

$$K_3 = K_2 + i \cdot K_2$$

$$= K_2 (1 + i)$$

soit en remplaçant K_2 par sa valeur dans (3)

$$K_3 = [K_0 (1 + i)^2] \cdot (1 + i)$$

(4)

$$K_3 = K_0 (1 + i)^3$$

De proche en proche, on établit ainsi K_n , la valeur acquise par K_0 placée pendant n périodes à intérêts composés au taux de i :

(5)

$$K_n = K_0 (1 + i)^n$$

Application n° 11 – Calculs d'intérêts composés

Une somme de 10 000 000 francs est prêtée à intérêts composés pendant 3 ans. Le taux s'établit à 11% par an.

$$K_0 = 10\,000\,000$$

$$K_1 = 10\,000\,000 + 0,11 \times 10\,000\,000 \\ = 10\,000\,000 \times (1 + 0,11)$$

$$K_2 = K_1 (1 + 0,11) = 10\,000\,000 \times (1 + 0,11)^2$$

$$K_3 = K_2 (1 + 0,11) = 10\,000\,000 \times (1 + 0,11)^3$$

$$\Rightarrow K_3 = 10\,000\,000 \times 1,113 = 10\,000\,000 \times 1,367631$$

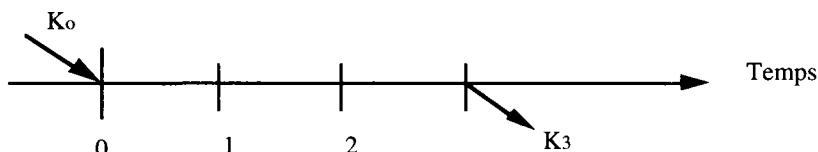
$$\Rightarrow K_3 = 13\,676\,310 \text{ francs}$$

On observe que la même somme initiale, placée à intérêts simples n'aurait atteint qu'une valeur acquise de 13 300 000 francs au terme de la même période. En capitalisant les intérêts et en les englobant dans le capital à rémunérer, l'intérêt composé permet donc une augmentation cumulative (en progression géométrique) de la valeur acquise par le capital initialement prêté.

3 – Actualisation

a) Principe

Le problème posé par le principe d'actualisation est inverse à celui posé par les calculs d'intérêts. Dans les calculs d'intérêts on s'interroge en effet sur la valeur acquise K_n par une somme K_0 placée pendant n périodes : on cherche donc à déterminer la valeur future d'une somme présente.



Dans la démarche d'actualisation, on cherche au contraire à déterminer la valeur actuelle d'une somme future, ou encore l'équivalent présent d'un capital à verser ou à recevoir dans le futur. Ainsi, un débiteur qui s'est engagé à régler une somme donnée dans n années se demande quel serait l'équivalent présent de cette somme future.

Or on admet généralement que la valeur actuelle d'une somme à verser ou à recevoir dans le futur, dans n années, est représentée par le capital qu'il faudrait placer aujourd'hui, à intérêts composés, pour reconstituer cette somme future au terme de n années.

Application n° 12 – Calculs d'actualisation

Un débiteur s'est engagé à régler 12 000 000 francs dans 4 ans. Se trouvant détenteur de liquidités aujourd'hui, il souhaite déterminer la somme qu'il devrait placer aussitôt pour faire face à ses obligations, dans 4 ans. Les taux d'intérêts composés qui lui sont proposés en cas de placement s'établissent à 9 % (soit 9/100 ou 0,09).

Si cet opérateur plaçait K_0 pendant 4 ans, il obtiendrait au terme de cette période, la somme K_4 dont il souhaite qu'elle soit égale à 12 000 000 pour permettre le règlement promis.

$$K_4 = K_0 (1+i)^4$$

$$\Rightarrow K_4 = K_0 (1+0,09)^4 = 12\,000\,000$$

$$\Rightarrow K_0 = 12\,000\,000 / (1 + 0,09)^4 = 12\,000\,000 / 1,41158$$

$$K_0 = 8\,501\,103 \text{ francs}$$

Cette somme K_o représente ainsi le capital qu'il faudrait placer aujourd'hui, à intérêts composés, au taux de 9 % pour reconstituer 12 000 000 dans 4 ans. Elle correspond à la valeur actuelle de cette somme future.

b) Formulation générale de la valeur actuelle

De façon générale, la valeur actuelle K_o d'une somme « future » K_n peut être obtenue en écrivant :

$$K_o (1+i)^n = K_n$$

(6)

$$\Rightarrow K_o = \frac{K_n}{(1+i)^n} = K_n (1+i)^{-n}$$

On observe que le calcul des valeurs actuelles (ou « calcul d'actualisation ») revient à multiplier des sommes futures par un coefficient $1/(1+i)^n = (1+i)^{-n}$. Or, pour un taux d'intérêt positif, un tel coefficient est toujours inférieur à 1 :

$$i > 0 \Leftrightarrow (1+i) > 1 \Leftrightarrow 1/(1+i) < 1$$

Actualiser consiste donc à déprécier les sommes futures. Plus rigoureusement, on dira, que l'actualisation revient à déprécier les sommes futures d'autant plus sévèrement

- que i , le taux d'actualisation est plus élevé,
- que la date à laquelle les sommes futures circuleront est plus éloignée, donc que n est plus grand.

Ainsi pour un même taux d'actualisation de 10 %, la valeur actuelle de 10 000 000 francs circulant dans 5 ans sera inférieure à la valeur actuelle de la même somme circulant dans 2 ans.

Application n° 13 – Valeur actuelle et dépréciation des flux futurs

Déterminer la valeur actuelle de 10 000 000 francs circulant dans 2 et 5 ans, pour un taux d'actualisation de 10 %.

Soit K_o et K'_o les valeurs actuelles respectives de K_5 circulant dans 5 ans et de K_2 circulant dans 2 ans.

$$\bullet K_o = \frac{K_5}{(1+i)^5} \Rightarrow K_o = \frac{10\,000\,000}{1,1^5} \quad K_o = 10\,000\,000 / 1,61051$$

$$\Rightarrow K_o = 10\,000\,000 \times 0,6209213$$

$$\Rightarrow K_o = 6\,209\,213 \text{ francs}$$

$$\bullet K'_o = \frac{K_2}{(1+i)^2} \Rightarrow K'_o = \frac{10\,000\,000}{1,1^2}$$

$$\Rightarrow K'_o = 10\,000\,000 / 1,21 = 10\,000\,000 \times 0,82645$$

$$\Rightarrow K'_o = 8\,264\,462 \text{ francs}$$

On observe ainsi que K'_0 , la valeur actuelle de la somme future la plus « proche » est plus élevée. La valeur actuelle d'une somme future est d'autant plus faible que cette somme future circule à une date plus éloignée dans le temps.

Par ailleurs, la valeur actuelle est une fonction décroissante du taux d'actualisation. Ainsi, une somme future K_3 de 10 000 000 francs atteindra une valeur actuelle de :

- 7 513 148 francs, si $i = 10 \%$
- 6 575 162 francs seulement, si $i = 15 \%$

Application n° 14 – Sensibilité de la valeur actuelle au changement de taux d'actualisation

Déterminer la valeur actuelle de $K_3 = 10\,000\,000$ lorsque le taux d'actualisation s'établit respectivement à 5 %, 10 %, 15 %, 20 %.

$$K_o(i) = K_n / (1 + i)^n = K_n (1 + i)^{-n}$$

$$K_o(i = 5\%) = \frac{10\,000\,000}{(1,05)^3} = 10\,000\,000 \times 0,86384$$

$$\Rightarrow K_o(i = 5\%) = 8\,638\,400$$

$$K_o(i = 10\%) = \frac{10\,000\,000}{(1,10)^3} = 10\,000\,000 \times 0,75131$$

$$\Rightarrow K_o(i = 10\%) = 7\,513\,100$$

$$K_o(i = 15\%) = \frac{10\,000\,000}{(1,15)^3} = 10\,000\,000 \times 0,65752$$

$$\Rightarrow K_o(i = 15\%) = 6\,575\,200$$

$$K_o(i = 20\%) = \frac{10\,000\,000}{(1,20)^3} = 10\,000\,000 \times 0,57870$$

$$\Rightarrow K_o(i = 20\%) = 5\,787\,000$$

d) Justification de l'actualisation

Si l'actualisation consiste à déprécier les flux futurs, sa démarche est généralement justifiée sur trois plans.

Une première justification procède de la notion de « manque à gagner » ou, en termes plus rigoureux, de « **coût d'opportunité** ». En effet, la perception de 100 francs dans un an plutôt qu'aujourd'hui entraîne, pour le bénéficiaire d'une recette, une « perte d'usage ». Si ces fonds étaient perçus aujourd'hui, ils permettraient à leur bénéficiaire de les employer à des fins de consommation ou de placement ; le fait de ne percevoir cette somme qu'à une échéance future conduit donc à perdre les gains psychologiques ou

monétaires qui seraient liés à ces emplois. En conséquence, un franc perçu dans le futur présente une valeur d'usage inférieure à celle d'un franc perçu aujourd'hui et la valeur actuelle d'une somme future K_n est inférieure à la valeur monétaire en n : $K_0 < K_n$.

Un deuxième argument procède de la notion de **coût du financement**. Une entreprise ou un individu endettés sont soumis à l'obligation d'acquitter un coût de financement. En conséquence, la perception d'une somme immédiate leur permettrait de rembourser une partie de leur dette et de réduire le coût de leur financement. Au contraire, la perception future de la même somme entraînerait le maintien de l'endettement initial et du coût supporté. En conséquence, la perception d'une somme dans le futur ne peut être appréciée de façon équivalente à la perception immédiate de la même somme.

Un troisième argument, fréquemment invoqué, met en cause **l'inflation** qui déprécie la valeur de l'unité monétaire et entraîne donc la dépréciation des sommes futures par rapport aux mêmes montants perçus dans l'immédiat ; mais ce troisième argument ne présente pas la même portée que les deux précédents. En effet, l'actualisation se justifie même en l'absence d'inflation ; les causes fondamentales de la dépréciation des flux futurs tiennent donc à des causes indépendantes du phénomène inflationniste et sont liées aux notions de coût d'opportunité et de coût du financement. A cet égard, l'inflation apparaît comme un facteur qui renforce les justifications fondamentales de l'actualisation sans en fournir par elle-même.

Les problèmes techniques de calcul soulevés par l'application de la méthode d'actualisation seront développés au Chapitre 10 (voir p. 248).

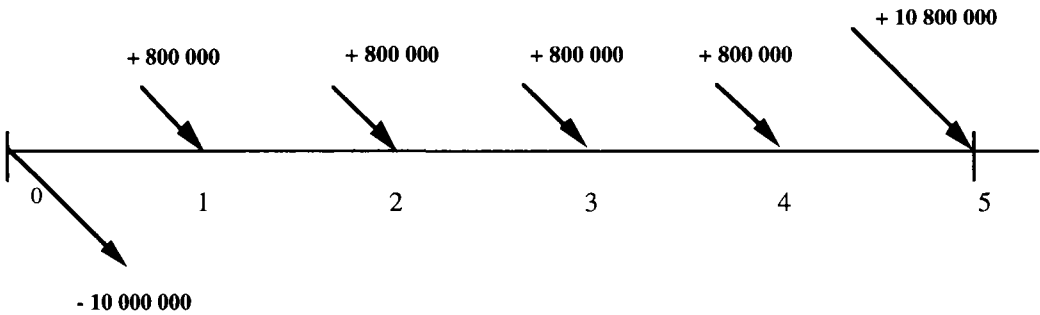
B – LE COÛT DES DETTES

D'après les indications fournies par la comptabilité, le coût des dettes correspond à **des charges supportées** par l'entreprise du fait du recours à des emprunts. Ces charges englobent des intérêts versés, des primes servies aux prêteurs, des commissions et autres frais induits par ces opérations de financement. Dans cette perspective, le coût des dettes s'analyse donc comme **un flux de charges financières**, consommées par l'entreprise, et grevant par conséquent son résultat.

Dans une optique financière, la notion de coût donne lieu à une définition singulièrement divergente. Elle correspond à un taux d'actualisation ou à un « taux actuariel » qui peut être dégagé du point de vue du prêteur comme du point de vue de l'emprunteur.

Du point de vue du prêteur, l'opération engagée consiste à mettre des fonds à la disposition d'un emprunteur ; en contrepartie de cet apport, le prêteur bénéficie d'une promesse ferme de remboursement et de rémunération sous forme d'intérêts ou sous toute autre forme. Dès lors, le prêteur peut chercher à dégager **le taux de rendement** que l'opération secrète pour lui. Ce taux de rendement correspond précisément au taux d'actualisation qui lui permet de rendre équivalents

- le décaissement initial occasionné par l'octroi du prêt,
- les recettes futures procurées par les remboursements et par le versement des intérêts promis par l'emprunteur.



A titre d'exemple, le schéma ci-dessus récapitule, **du point de vue du prêteur**, les flux monétaires occasionnés par un prêt de 10 000 000 francs assorti d'un taux annuel de 8 % et remboursable en une seule fois au bout de cinq ans.

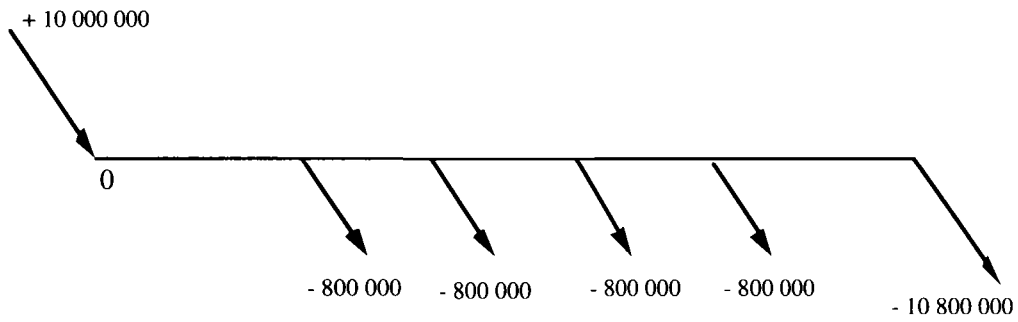
Cette opération s'analyse comme un investissement pour le prêteur qui peut dès lors chercher à en dégager le **taux de rendement actuariel** : ce taux constitue précisément le taux d'actualisation qui assure au prêteur une équivalence entre deux possibilités qui s'offrent à lui :

- soit conserver le capital de 10 000 000 par devers lui aux fins de consommation ou d'utilisation directe,
- soit le prêter contre la promesse de versements futurs dont la valeur actuelle doit alors être au moins égale au montant du capital.

Le **taux de rendement actuariel du prêteur** est donc le taux r^* qui permet d'établir cette équivalence :

$$10\,000\,000 = \frac{800\,000}{(1+r)} + \frac{800\,000}{(1+r)^2} + \frac{800\,000}{(1+r)^3} + \frac{800\,000}{(1+r)^4} + \frac{10\,800\,000}{(1+r)^5} \quad \Rightarrow r^* = 8\%$$

Dans son appréhension de la même opération, le point de vue de l'emprunteur est totalement symétrique de celui du prêteur. Pour l'emprunteur en effet, l'opération se traduit par une recette immédiate génératrice d'engagements de dépenses futures.



En conséquence, si l'emprunteur cherche à mesurer le taux d'actualisation qui rend équivalents le flux de recettes immédiates et les flux de dépenses futures, c'est le **taux de revient de son emprunt** qu'il mesure ou encore, le **coût actuariel** de sa dette.

On observe qu'en l'absence de coûts de transaction, toute recette du prêteur constitue une dépense pour l'emprunteur et vice-versa. Dès lors, le **coût actuariel ou taux de**

revient r^* supporté par l'emprunteur s'obtient également par la formule de calcul déjà utilisée pour mesurer le taux de rendement du prêteur. r^* est le taux d'actualisation qui permet d'assurer l'équivalence :

$$10\,000\,000 = \frac{800\,000}{(1+r)} + \frac{800\,000}{(1+r)^2} + \frac{800\,000}{(1+r)^3} + \frac{800\,000}{(1+r)^4} + \frac{10\,800\,000}{(1+r)^5}$$

$\Rightarrow r^* = 8\%$

Ce résultat ne fait que traduire le caractère symétrique de la relation entre le prêteur et l'emprunteur. Mais il permet également de souligner que **le coût du financement supporté par l'emprunteur** trouve sa justification dans **l'exigence de rendement formulée par le prêteur**.

**Application n° 15 – Calcul du taux de revient
ou coût actuariel d'un emprunt**

Déterminer le coût actuariel d'un emprunt portant sur un capital de 200 000 000 francs remboursé en une seule fois au bout de 4 années. L'entreprise verse un intérêt payable d'avance chaque année et calculé au taux de 12 %. Cet emprunt a donné lieu à des frais forfaitaires de 2 % lors de sa mise en place. Les règlements annuels occasionnent, pour l'entreprise, des frais de gestion de 0,30 % sur les sommes versées.

Figure 1 – Les flux induits par l'opération hors frais de transaction

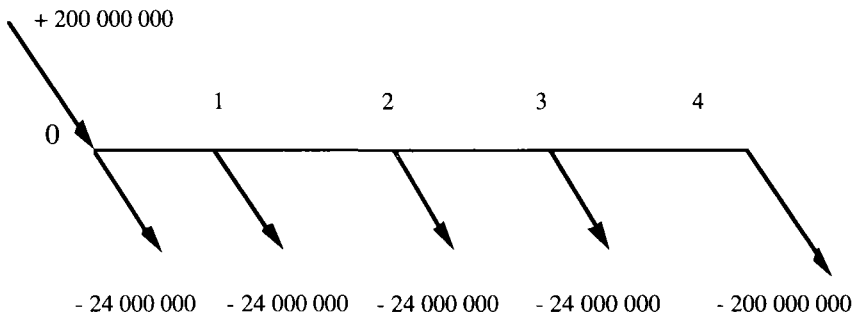
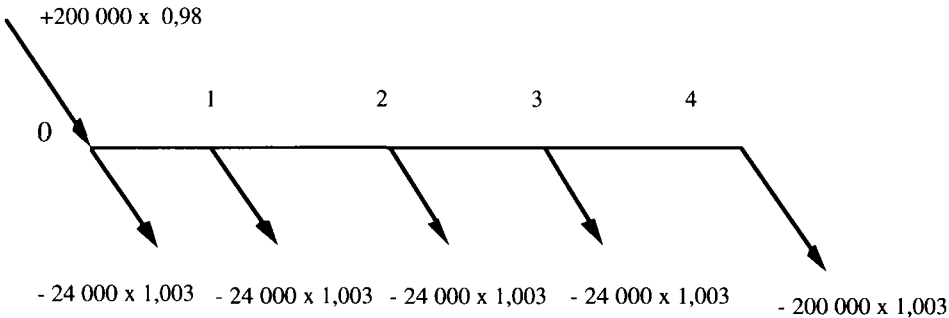


Figure 2. – Les flux induits par l'opération, frais de transactions inclus (en milliers de francs)



• Synthèse des flux monétaires effectifs

Date	0	1	2	3	4
Montant en milliers de francs	+ 196 000				
	- 24 072	- 24 072	- 24 072	- 24 072	- 200 600
	+ 171 928	- 24 072	- 24 072	- 24 072	- 200 600

• Détermination de r^* , taux de revient de l'emprunt

r^* est le taux d'actualisation qui permet de rendre équivalentes les valeurs actuelles des recettes et dépenses occasionnées par l'emprunt. r^* doit donc vérifier l'égalité suivante :

$$171\,928 = \frac{24\,072}{(1+r)} + \frac{24\,072}{(1+r)^2} + \frac{24\,072}{(1+r)^3} + \frac{200\,600}{(1+r)^4} \quad \Rightarrow r^* = 14,54 \%$$

On observe à propos de cette opération, un écart notable entre le taux actuariel et le taux de 12 %, taux « apparent » ou taux « facial » de l'emprunt. C'est bien sûr le taux actuariel qui fournit en fait la seule évaluation fiable du coût de la dette dans la mesure où il tient compte à la fois de la **valeur de tous les flux monétaires** induits par l'emprunt et de la **date** à laquelle ces flux circulent.

Étude de cas N° 6 - Les Frères Luccio S. A.

La société « Les Frères Luccio SA » contracte fin 1991 un emprunt de 15 000 000 francs. Cet emprunt est assorti d'un intérêt calculé au taux de 11 % l'an, tous frais administratifs et financiers inclus. Son amortissement est prévu en 10 annuités versées à la fin de chaque année. Compte tenu d'un déblocage des fonds au 2 janvier 1992, l'amortissement débutera donc le 2 janvier 1993 et s'achèvera le 2 janvier 2002.

La société envisage d'affecter les fonds obtenus au financement d'un projet d'investissement qui suscitera des rentrées de fonds en croissance régulière mais modérée à partir de la fin de 1992. Les dirigeants de la société avaient d'abord opté pour le remboursement de l'emprunt en 10 tranches annuelles de 1 500 000 francs chacune (méthode de « l'amortissement constant »). Dès que les prévisions relatives à l'exploitation de l'investissement furent affinées, le directeur administratif et financier suggéra cependant de procéder à un amortissement « par annuités constantes » qui lui paraissait plus approprié aux caractéristiques du projet à financer.

Travail à effectuer :

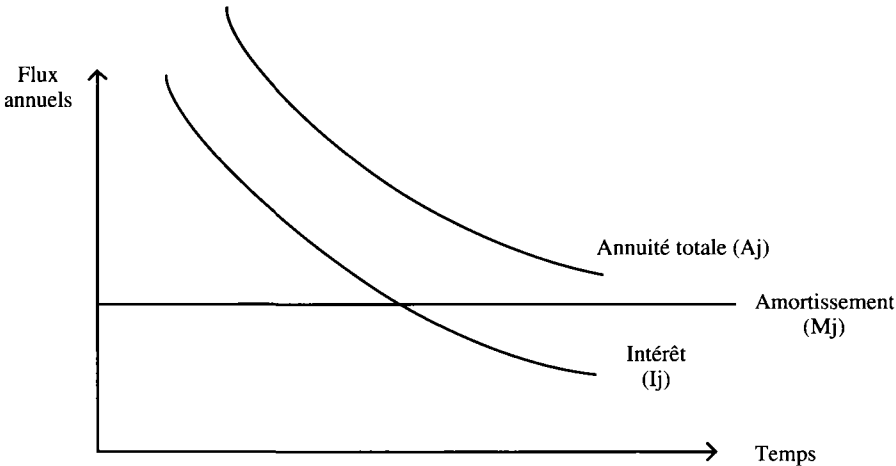
Comparer les modalités respectives de l'amortissement constant et de l'amortissement par annuités constantes à propos de l'emprunt de la Société et déterminer la méthode la plus adaptée au projet de financement qu'il s'agit de financer.

On pourra présenter éventuellement des calculs arrondis afin d'éviter de manipuler des nombres décimaux.

1 – Principes des deux méthodes d'amortissement envisagées

a) La méthode de l'amortissement constant

La méthode de l'amortissement constant consiste à affecter chaque année la même somme au **remboursement (ou amortissement) du capital** initialement emprunté. Les intérêts versés annuellement sont calculés sur le capital encore dû, donc sur une somme dégressive; en conséquence, **l'annuité d'intérêts** décroît d'une année à l'autre. Par suite, l'annuité totale (Amortissement + Intérêts) comporte un élément constant (l'amortissement) et un élément décroissant (l'intérêt) ; elle est donc dégressive.

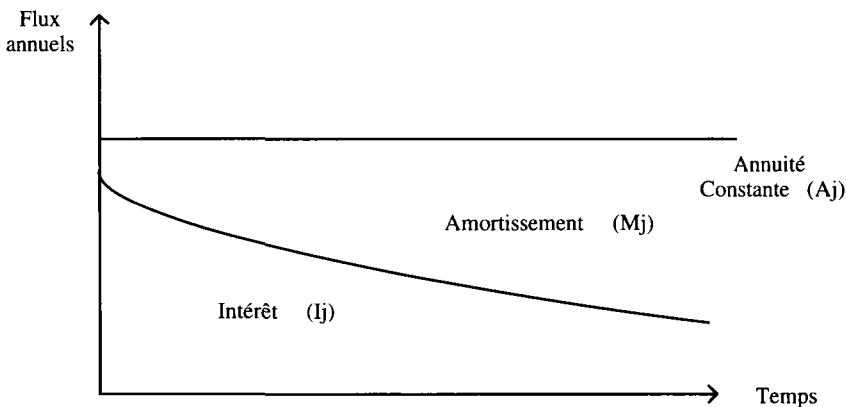


b) La méthode de l'amortissement par annuités constantes

Dans le cas de l'amortissement par annuités constantes, la même somme globale est affectée d'année en année au service de la dette, c'est-à-dire au versement des intérêts et aux remboursements. Or la composante en intérêts de l'annuité globale décroît au fur et à mesure que le capital encore dû par l'emprunteur diminue. En conséquence, la part affectée au remboursement augmente par compensation, afin que la somme globale (intérêts + remboursements) demeure constante d'année en année.

$$\text{Annuité totale} = \text{Amortissement} + \text{Intérêts} = \text{Constante}$$

$$\Leftrightarrow \text{Variation du flux d'amortissement} = - \text{Variation du flux d'intérêt}$$



2 – Le tableau d'amortissement selon la méthode de l'amortissement constant

Chaque année, l'emprunt est amorti du même montant. Le capital initial étant égal à K_0 , l'amortissement s'effectue en n années, grâce au remboursement d'une somme constante M , telle que $M = K_0 / n$.

Dans le cas considéré, l'amortissement de 15 000 000 francs s'effectue ainsi par 10 versements de 1 500 000 francs.

Les annuités d'intérêts diminuent au fur et à mesure de l'amortissement.

- A la fin de la première année, les intérêts sont calculés sur l'intégralité du capital initial K_0 .

$$\Rightarrow I_1 = 15\,000\,000 \times 11 / 100 = 1\,650\,000.$$

- A la fin de la seconde année, les intérêts ne portent que sur la dette restant vivante après le premier remboursement et correspondant au capital encore dû au cours de la seconde année, soit K_1 .

$$\begin{aligned} \Rightarrow I_2 &= (15\,000\,000 - 1\,500\,000) \times 11 / 100 = 13\,500\,000 \times 0,11 \\ \Rightarrow I_2 &= 1\,485\,000. \end{aligned}$$

- A la fin de la cinquième année, le capital dû correspond à K_4 , c'est-à-dire au capital initial K_0 , diminué de 4 remboursements.

$$\begin{aligned} \Rightarrow I_5 &= (15\,000\,000 - 6\,000\,000) \times 0,11 \\ \Rightarrow I_5 &= 990\,000. \end{aligned}$$

Le tableau d'amortissement présenté ci-après récapitule l'ensemble des flux relatifs au remboursement de l'emprunt par amortissement constant.

La Société Luccio : Tableau d'amortissement
1 - Méthode de l'amortissement constant

j	Dette vivante en début de période K	Intérêts versés au cours de la période I	Amortissement de la période M	Annuité totale A =
1	15 000 000	1 650 000	1 500 000	3 150 000
2	13 500 000	1 485 000	1 500 000	2 985 000
3	12 000 000	1 320 000	1 500 000	2 820 000
4	10 500 000	1 155 000	1 500 000	2 655 000
5	9 000 000	990 000	1 500 000	2 490 000
6	7 500 000	825 000	1 500 000	2 325 000
7	6 000 000	660 000	1 500 000	2 160 000
8	4 500 000	495 000	1 500 000	1 995 000
9	3 000 000	330 000	1 500 000	1 830 000
10	1 500 000	165 000	1 500 000	1 665 000

Somme des amortissements

15 000 000

3 – Le tableau d'amortissement selon la méthode de l'amortissement par annuités constantes

a) Calcul de l'annuité constante

Dans la méthode de l'annuité constante, c'est A , la somme de l'intérêt (I) et du remboursement (M) qui reste inchangée d'une année sur l'autre.

Pour l'année j , on a $A_j = I_j + M_j$.

Or $A_1 = A_2 = A_j = \dots = A_n = A$.

Si le taux d'intérêt est correctement évalué, il doit rendre équivalentes, pour le prêteur comme pour l'emprunteur, la possibilité de disposer du capital initial, ou celle de disposer de la valeur actuelle des annuités futures. Ainsi, on devrait observer

K_0 = Valeur actuelle des annuités futures versées par l'emprunteur ou reçues par le prêteur,

$$\begin{aligned} \Rightarrow K_0 &= \text{Valeur actuelle } (A_1 + A_2 + \dots + A_j + \dots + A_n) \\ &= A_1 / (1+i) + A_2 / (1+i)^2 + \dots + A_j / (1+i)^j + \dots + A_n / (1+i)^n \end{aligned}$$

Si les annuités sont constantes, on peut écrire:

$$K_0 = A [(1+i)^{-1} + (1+i)^{-2} + (1+i)^{-3} + \dots + (1+i)^{-j} + \dots + (1+i)^{-n}] \quad (1)$$

Le terme entre crochets est égal à la somme des n premiers termes d'une progression géométrique de raison $R = (1+i)$ et de premier terme $C = (1+i)^{-n}$. Or, on démontre que la somme des n premiers termes d'une progression géométrique de premier terme C et de raison R est égale à S_n telle que

$$S_n = C \times \frac{R^n - 1}{R - 1} \quad (2)$$

En conséquence, en remplaçant le terme entre crochets de la formule (1) par l'expression de la somme, on obtient

$$K_0 = A \frac{1}{(1+i)^n} \times \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i) - 1} = A \times \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

$$A = K_0 \times \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}}$$

Ici, $K_0 = 15\,000\,000$

$i = 11\%$

$n = 10$

$$\Rightarrow A = 15\,000\,000 \times \frac{0,11}{1 - 0,35218448}$$

$\Rightarrow A = 2\,547\,015$ (résultat arrondi).

b) Le tableau d'amortissement

- A la fin de la première année, la société acquitte l'annuité constante de 2 547 015 francs. Cette somme englobe

- un flux d'intérêt I_1 calculé au taux de 11% sur K_0 , initialement emprunté, soit

$$I_1 = K_0 \times 0,11 = 15\,000\,000 \times 0,11 = 1\,650\,000 \text{ francs ;}$$

- un flux de remboursement M_1 , correspondant au solde de l'annuité, soit

$$M_1 = A - I_1 = 2\,547\,015 - 1\,650\,000 = 897\,015 \text{ francs.}$$

- **A la fin de la seconde année**, la société verse une nouvelle annuité de 2 547 015 francs qui se décompose comme suit:

- Le flux d'intérêt I_2 est calculé au taux de 11% sur K_1 la dette restant vivante après le premier remboursement M_1 , c'est-à-dire

$$I_2 = K_1 \times 0,11 = (K_0 - M_1) \times 0,11$$

$$I_2 = (15\,000\,000 - 897\,015) \times 0,11 = 14\,102\,985 \times 0,11$$

$$I_2 = 1\,551\,328 \text{ francs.}$$

- Le flux de remboursement M_2 s'obtient par différence

$$M_2 = A - I_2 = 2\,547\,015 - 1\,551\,328$$

$$\Rightarrow M_2 = 995\,687 \text{ francs.}$$

- **A la fin de la troisième année**, la société verse une nouvelle annuité de 2 547 015 francs qui comporte :

- un flux d'intérêt I_3 calculé au taux de 11% sur K_2 la dette restant vivante après le deuxième remboursement M_2 , c'est-à-dire

$$I_3 = K_2 \times 0,11 = (K_1 - M_2) \times 0,11$$

$$I_3 = (14\,102\,985 - 995\,687) \times 0,11 = 13\,107\,298 \times 0,11$$

$$\Rightarrow I_3 = 1\,441\,803 \text{ francs.}$$

- le flux de remboursement M_3 obtenu à nouveau par différence :

$$M_3 = A - I_3 = 2\,547\,015 - 1\,441\,803$$

$$\Rightarrow M_3 = 1\,105\,212 \text{ francs.}$$

De proche en proche, on construit ainsi le tableau d'amortissement repris ci-après.

La Société Luccio : Tableau d'amortissement

2 - Méthode de l'Amortissement par annuités constantes (*)

j	Dettes vivantes en début de période K	Intérêts versés au cours de la période I	Amortissement de la période M	Annuité totale A = 2 547 015
1	15 000 000	1 650 000	897 015	2 547 015
2	14 102 985	1 551 328	995 687	2 547 015
3	13 107 298	1 441 803	1 105 212	2 547 015
4	12 002 086	1 320 229	1 226 786	2 547 015
5	10 775 301	1 185 283	1 361 732	2 547 015
6	9 413 569	1 035 493	1 511 522	2 547 015
7	7 902 046	869 225	1 677 790	2 547 015
8	6 224 256	684 668	1 862 347	2 547 015
9	4 361 910	479 810	2 067 205	2 547 015
10	2 294 705	252 418	2 294 597	2 547 015

Somme des amortissements :

14 999 893

(*) Compte tenu des arrondis, les flux d'amortissements ne permettent pas de constater le remboursement intégral de la dette initiale. Le résidu constaté de 107 francs pourra être imputé sur la dernière annuité.

Conclusion

La méthode de l'amortissement constant entraîne le versement d'annuités dégressives et, par conséquent, une charge plus élevée sur la trésorerie de l'entreprise au cours des premières années d'amortissement.

La méthode de l'amortissement par annuités constantes entraîne pour sa part un prélèvement régulier sur la trésorerie.

Dans la mesure où le projet d'investissement qui doit être financé par l'emprunt dégage des revenus croissants, il serait judicieux de privilégier la méthode qui suscite les prélèvements les plus faibles au début du processus d'amortissement. C'est pourquoi on suggère l'adoption d'un **plan d'amortissement par annuités constantes** par la Société Luccio.

C – LE COÛT DES CAPITAUX PROPRES ET DES RESSOURCES D'AUTOFINANCEMENT

1 – La justification du coût des capitaux propres

Dans une perspective juridique et comptable, la notion de coût des capitaux propres ne présente aucune signification concrète. En effet, un coût correspond dans une telle perspective à une prestation que l'entreprise s'oblige à servir à un tiers, en contrepartie de l'apport d'une ressource réelle ou financière. Ainsi, le versement de salaires, de loyers ou d'intérêts apparaît clairement comme la contrepartie obligatoire de l'utilisation par l'entreprise de force de travail, de locaux ou de capitaux.

Dans une telle perspective, les capitaux propres n'apparaissent pas générateurs d'un coût, puisqu'ils n'occasionnent aucune obligation juridique de rémunération au profit des associés de l'entreprise. C'est la raison pour laquelle le versement de dividendes n'est pas considéré par la comptabilité comme une charge venant en déduction du résultat, mais comme un prélèvement effectué sur le résultat déjà calculé, après prise en compte de l'ensemble des produits et des charges.

Mais si le recours aux capitaux propres n'entraîne pour l'entreprise aucune **contrainte juridique** de rémunération, il entraîne cependant **une contrainte économique** qui lui impose d'assurer une certaine rémunération à ses associés, sous peine de se priver de toute possibilité future de financement en fonds propres. En effet, une entreprise qui assurerait à ses associés une rémunération insuffisante ne serait plus en mesure de solliciter des apports nouveaux en capitaux propres.

Dans une société anonyme par exemple, les actionnaires qui ne perçoivent pas des dividendes satisfaisants, compte tenu des possibilités offertes par d'autres placements, refuseraient de souscrire lors d'augmentations de capital futures ; bien plus, ils seront tentés de céder leurs actions présentes et occasionneront une dépréciation du titre qui rendra toute augmentation de capital impraticable.

Dans les petites et moyennes entreprises, on observe fréquemment que les rémunérations sous forme de dividende assurées aux associés (ou aux propriétaires dans le cas des entreprises individuelles) atteignent des niveaux très faibles et demeurent même nulles pendant de longues années. Pourtant, cette observation ne remet pas en cause l'analyse précédente. En effet, les PME individuelles ou sociétaires assurent à leurs propriétaires ou associés des rémunérations formelles ou informelles qui, pour l'essentiel, n'affectent pas la forme de prélèvements de dividendes. Ainsi, dans ces entreprises, il est fréquent que la rémunération du propriétaire-dirigeant s'effectue par le biais d'une majoration de son salaire, par rapport au niveau qui serait servi à un cadre salarié et non associé, de compétences comparables. De même, les propriétaires acceptent fréquemment d'effectuer des prélèvements faibles sur le résultat parce qu'ils espèrent une accumulation patrimoniale au sein de l'entreprise et, à terme, la réalisation de plus-values futures ; les intéressés sacrifient ainsi un revenu présent à la perspective d'un revenu futur qu'ils espèrent plus attractif, mais ils ne renoncent pas à toute rémunération malgré les apparences immédiates.

En fin de compte, les associés ou les propriétaires de l'entreprise expriment l'exigence d'une rémunération, quelle qu'en soit la forme. De ce fait, l'entreprise qui doit assurer cette rémunération supporte une contrainte économique qui l'oblige à prévoir des contreparties à assurer aux apporteurs de capitaux propres ; cette contrainte se trouve ainsi à l'origine d'un coût des capitaux propres. Même si ces derniers peuvent apparaître à première vue comme des ressources « gratuites », ils occasionnent **une contrainte économique de rémunération, donc un coût**.

2 – La mesure du coût des capitaux propres

Le coût des capitaux propres est beaucoup plus difficile à mesurer que celui des dettes. L'entreprise prend en effet des engagements clairs et prévisibles à propos de la rémunération de ses prêteurs, ce qui permet de mesurer avec une certaine précision le coût de ses dettes. En revanche, les engagements pris à l'égard des propriétaires sont beaucoup plus informels et multiformes, ce qui rend la mesure du coût qu'ils occasionnent particulièrement malaisée.

On se bornera ici à poser le problème dans un cas général puis à préciser les termes du calcul dans deux cas simples : celui d'une société assurant une rémunération stable et celui d'une société assurant une croissance régulière des rémunérations servies à ses associés.

a) Formulation du coût des capitaux propres dans un cas général

Un investisseur envisageant d'acheter les actions d'une société au cours P_0 est confronté à un problème d'investissement. En effet, l'opération considérée entraîne

- une dépense immédiate P_0 ,
- des recettes futures sous la forme de dividendes D_1, D_2, \dots, D_n , et éventuellement, sous la forme de P_n , un prix de revente futur de l'action.

S'il parvient à anticiper ces flux de recettes futurs, ou au moins à formuler des hypothèses sur leur évolution, l'investisseur pourra dégager le taux de rendement actuariel (TIR) associé à l'opération envisagée. Ce taux est simplement un taux d'actualisation r qui annule la valeur actuelle nette de ce projet et vérifie ainsi l'expression suivante :

$$-P_0 + \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} = 0$$

$$\Rightarrow P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Comme le prix P_n sera lui-même déterminé par des anticipations de dividendes formées par l'acquéreur futur du titre, on peut écrire l'expression connue comme la **Formule de Fisher**

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_j}{(1+r)^j} + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots$$

$$P_0 = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{D_j}{(1+r)^j}$$

Le taux r mesure le rendement actuariel attendu ou requis par les investisseurs disposés à payer P_0 l'action de la société. Il correspond donc à une exigence de rendement formulée par les actionnaires actuels ou potentiels de la société dont les titres sont soumis à une comparaison et à une concurrence vis-à-vis des titres émis par des sociétés comparables. Cette exigence de rendement exerce une contrainte sur la société émettrice de ces actions qui se voit sommée d'assurer un certain niveau de rémunération à ses actionnaires, sous peine de voir son titre se déprécier et ses possibilités futures de financement sur capitaux propres s'évanouir.

b) Coût des capitaux propres pour une société assurant le versement d'un dividende stable

Dans le cas d'une société anonyme qui assurerait à ses actionnaires un dividende par action stable à long et moyen terme, un nouvel actionnaire pourra considérer l'achat d'une action comme un investissement entraînant :

- un coût initial correspondant au prix d'achat de l'action (ou cours) P_0 ,

- un revenu réel stable D perçu au bout de 1,2... n ... années, l'actionnaire pourrait alors mesurer le taux interne de rendement r qui permet de vérifier l'égalité :

$$\begin{aligned}
 & -P_0 + \frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n} + \dots = 0 \\
 \Leftrightarrow & \underbrace{P_0}_{\text{Coût initial de l'action}} = \underbrace{\frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n} + \dots}_{\text{valeur actuelle des dividendes futurs}}
 \end{aligned}$$

(7)

$$\Leftrightarrow P_0 = D \left[\frac{1}{(1+r)} + \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n} + \dots \right]$$

Le terme entre crochets dans (7) représente la somme des n premiers termes d'une progression géométrique avec n tendant vers l'infini. On rappelle en outre que $(1+r)^{-n} = 1/(1+r)^n$.

Si on lit cette progression dans le sens où elle est présentée ci-dessus,

- . le premier terme est $(1+r)^{-1}$
- . la raison est $(1+r)^{-1}$ puisque chaque terme de la raison est obtenu par le produit de la raison et du terme précédent ; ainsi, pour le deuxième terme :

$$\frac{1}{(1+r)^2} = (1+r)^{-2} = (1+r)^{-1} \times (1+r)^{-1}$$

Mais si on lit cette progression de la droite vers la gauche,

- . le premier terme est $(1+r)^{-n}$ avec n tendant vers l'infini,
- . la raison est $(1+r)$.

Dans ce cas par exemple, le dernier terme $(1+r)^{-1}$ se déduit du précédent grâce au produit : $(1+r)^{-2} \times (1+r)$.

Or on démontre que la somme des n premiers termes d'une progression géométrique de premier terme C et de raison R est égale à :

(8)

$$S_n = C \times \frac{R^n - 1}{R - 1} = C \times \frac{1 - R^n}{1 - R}$$

Dans ces conditions, (7) peut s'écrire sous la forme :

$$P_0 = D \left[(1+r)^{-n} \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{(1+r) - 1} \right] = D \left[(1+r)^{-n} \cdot \frac{(1+r)^n - 1}{r} \right]$$

en prenant dans (8)

- $C = \frac{1}{(1+r)^n} = (1+r)^{-n}$

• $R = (1 + r)$

En développant le produit des deux termes entre crochets, il vient :

$$P_0 = D \left[\frac{(1+r)^{-n} \times (1+r)^n - (1+r)^{-n}}{r} \right]$$

Or $(1+r)^{-n} \times (1+r)^n = (1+r)^n / (1+r)^n = 1$

(9)
$$\Rightarrow P_0 = D \left[\frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \right]$$

Enfin, lorsque n devient infiniment grand, l'expression $(1+r)^{-n} = \frac{1}{(1+r)^n}$ tend vers 0.

En conséquence, P_0 tend vers l'expression (10), à la limite :

$$P_0 = D \left[\frac{1-0}{r} \right]$$

(10)
$$\Rightarrow P_0 = \frac{D}{r}$$

Cette expression (10) apparaît comme **une formule d'évaluation**. Elle signifie que les acheteurs éventuels de l'action considérée déterminent P_0 , le prix qu'ils sont disposés à en offrir, en « capitalisant » une suite infinie de dividendes constants D , au taux d'actualisation r ; du reste, cette formule correspond à celle qui permet d'évaluer une **rente perpétuelle** puisqu'elle fournit la valeur actuelle d'un versement constant, à perpétuité. Inversement, si on connaît le prix P_0 acquitté pour l'achat d'une action (par exemple le cours en bourse d'une société cotée), et si on peut formuler **une hypothèse** crédible sur le niveau de dividende stable attendu par les acheteurs du titre, on peut en déduire r , le taux de rendement interne qu'ils exigent de leur investissement en actions. Ce taux apparaît alors comme le taux de rendement requis par les apporteurs de capitaux propres, soit du point de vue de l'entreprise, comme le coût spécifique de ces mêmes capitaux propres.

c) Coût des capitaux propres pour une société assurant le versement d'un dividende croissant à taux constant

Si les actionnaires potentiels d'une société anticipent le versement d'un dividende croissant à taux stable g , le taux interne de rendement de leur investissement en action est le taux r tel que :

$$\begin{aligned} -P_0 + \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots &= 0 \\ \Leftrightarrow P_0 &= \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots \end{aligned}$$

Si D_1 est le premier dividende attendu après cette acquisition :

$$D_2 = D_1 (1 + g)$$

$$D_3 = D_2 (1 + g) = D_1 (1 + g)^2$$

$$\dots\dots\dots D_n = D_{n-1} (1 + g) = D_1 (1 + g)^{n-1}$$

$$\Rightarrow P_o = \frac{D_1}{1+r} + D_1 \frac{1+g}{(1+r)^2} + D_1 \frac{(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots + D_1 \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+r)^n} +$$

(11)

$$P_o = D_1 \left[\frac{1}{1+r} + \frac{1+g}{(1+r)^2} + \frac{(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+r)^n} \right]$$

Dans (11), le terme entre crochets correspond à la somme, lorsque n augmente indéfiniment, des n premiers termes d'une progression géométrique

- de premier terme $C = 1/(1+r)$
- de raison $R = (1+g)/(1+r)$.

Rappelant la formulation générale (8) d'une telle somme S_n , on écrira :

$$S_n = C \times \frac{R^n - 1}{R - 1}$$

soit, avec les éléments repris dans l'expression (11) :

$$\begin{aligned} \Rightarrow P_o &= D_1 \left[\frac{1}{1+r} \times \frac{(1+g)^n / (1+r)^n - 1}{(1+g)/(1+r) - 1} \right] \\ \Rightarrow P_o &= D_1 \times \left[\frac{1}{1+r} \times \frac{(1+g)^n / (1+r)^n - 1}{(1+g-r-1)/(1+r)} \right] \\ \Rightarrow P_o &= D_1 \cdot \frac{(1+g)^n / (1+r)^n - 1}{g-r} \end{aligned}$$

Si $g < r$, $(1+g)^n / (1+r)^n$ tend vers 0 quand n croît indéfiniment.

Dans ces conditions

(12) quand $n \rightarrow \infty$

$$g < r \Rightarrow P_o = \frac{D_1}{r-g}$$

Cette formule (12) due à Gordon et Shapiro permet à un souscripteur intéressé par l'achat éventuel d'une action, d'évaluer le cours qu'il pourrait accepter de payer pour l'acquisition d'un titre rapportant un dividende croissant indéfiniment à taux constant g. Inversement, le taux r qui vérifie cette égalité représente le taux de rendement interne exigé par un investisseur qui dépense P_o aujourd'hui pour acquérir une action dont il attend par la suite des dividendes $D_1, D_2 \dots D_n \dots$ croissants à taux constant g. Ce taux de rendement exigé par les actionnaires potentiels définit la contrainte de rémunération qui pèse sur l'entreprise et permet donc de cerner le coût de ses capitaux propres pour cette dernière :

$$r = \frac{D_1}{P_o} + g$$

Application n° 16 – Principe de l'évaluation des actions

Deux sociétés, A et B ont émis des actions qui cotent sensiblement le même cours de 10 000 francs par action. Pourtant A n'offrait sur son dernier exercice qu'un dividende de 300 francs alors que B était parvenue à distribuer un dividende de 500 F que ses dirigeants entendent maintenir à ce niveau au cours des prochains exercices .

La société B offre un dividende de 500 francs qui assure aux actionnaires un rendement stable de 5 % pour un investissement de 10 000 francs. La société A n'offre qu'un dividende de 300 francs dans l'immédiat ; pourtant ses investisseurs acceptent d'acheter son action pour 10 000 francs également. Ces opérateurs acceptent ainsi un rendement instantané de 3 % seulement alors qu'ils pourraient obtenir 5% sur l'action de B ; cette acceptation d'un moindre rendement immédiat ne peut se justifier que par l'attente d'une croissance future plus forte pour le dividende de A. Alors que le taux de croissance attendu du dividende de B est nul (cette hypothèse de stabilité a été énoncée ci-dessus), le dividende de A semble devoir subir une croissance au taux attendu g^* .

	A	B
Taux de rendement immédiat (Dividende/Cours)	$\frac{300}{10\,000} = 0,03$	$\frac{500}{10\,000} = 0,05$
Taux de rendement actuariel (TIR) attendu par les actionnaires	$r = \frac{D_1}{P_o} + g$ $r = \frac{300}{10\,000} + g$ $\Rightarrow r = 0,03 + g = 0,05$ $\Rightarrow g^* = 0,02$	$r = \frac{D_1}{P_o} + g$ $r = \frac{500}{10\,000} + 0$ $r = 0,05$

Dans la mesure où les investisseurs présentent à des entreprises comparables des exigences de rendement également comparables, les politiques de rémunération des sociétés devraient connaître une nette convergence, sauf si les perspectives de croissance attendues des unes et des autres sont fortement contrastées.

SECTION 2 – LE COÛT GLOBAL DU FINANCEMENT

À première vue il semble aisé de dégager le coût global du financement grâce à la prise en compte du coût spécifique des différentes ressources mises en œuvre par l'entreprise. En combinant des moyens de financement diversifiés, l'entreprise dégagerait un coût moyen égal à la moyenne des coûts supportés du fait des différentes ressources utilisées.

Mais l'assimilation du coût global du financement au coût moyen pondéré des ressources soulève des difficultés analytiques complexes car la structure financière choisie par l'entreprise peut exercer une influence sur le coût de chaque ressource mise en œuvre.

A – LA DÉTERMINATION DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU FINANCEMENT

Pour la détermination du coût moyen pondéré du capital, on suppose dans un premier temps que le recours à une combinaison diversifiée de ressources financières n'exerce aucune influence sur le dégagement du coût associé à chaque ressource.

Dans le cas d'une entreprise mettant en œuvre des actifs d'un montant A, financés sur capitaux propres pour un montant S et par endettement pour D, on écrira donc :

$$K_o = K_e \cdot \frac{S}{S + D} + K_i \cdot \frac{D}{S + D}$$

Avec K_o : coût moyen pondéré

K_e : coût des capitaux propres S,

K_i : coût des dettes D

Sans remettre en cause le cadre de cette démarche, il faut immédiatement souligner deux problèmes pratiques soulevés par son application.

Le premier problème concerne le **système de pondération** à employer. Pour la mesure des coefficients $S / (S+D)$ et $D / (S+D)$ doit-on retenir les valeurs comptables des capitaux propres et des dettes telles qu'elles apparaissent au bilan ? Faut-il utiliser au contraire d'autres modes d'évaluation et, notamment, prendre en compte la capitalisation par le marché des titres émis par l'entreprise ?

Dans le cadre généralement adopté par la théorie de la décision financière, c'est évidemment la référence à la valeur des capitaux propres et des dettes sur le marché qui fournit la solution la plus cohérente.

Dès lors, C devrait représenter la capitalisation des actions de l'entreprise éventuellement cotées sur les marchés financiers et D, la capitalisation de tous les titres de dettes également traités sur ces marchés.

Quant aux valeurs comptables, elles sont en toute rigueur, sujettes à caution à cause notamment des règles d'évaluation au coût historique pour les actifs et des contraintes juridiques et fiscales qui influent sur leur détermination.

Pourtant la solution théorique ainsi esquissée n'est pas d'application aisée. En effet, la valeur vénale des titres émis par une entreprise ne constitue pas une référence qu'il serait aisé de cerner. En premier lieu, une grande partie des ressources obtenues par les entreprises ne donnent pas lieu à l'émission de titres négociables dans la réalité ; la valeur vénale des parts de capital dans une société de personnes ou celle des découverts bancaires pour des entreprises de toute nature soulèvent ainsi des problèmes de mesure quasi-insolubles. En outre, la référence aux valeurs vénales, même lorsqu'on peut les appréhender sur des marchés financiers réels (cas des actions ou des obligations négociées en bourse), reste souvent problématique à cause de la volatilité du cours des titres et de l'étroitesse des marchés qui les concernent, pour la plupart des entreprises.

Le second problème analytique et technique soulevé par la détermination du coût moyen pondéré concerne le montant des dettes à retenir dans l'analyse. Doit-on consi-

dérer l'intégralité de l'endettement, en y incluant les crédits induits dans le cadre de l'exploitation ? Doit-on seulement retenir les concours correspondant à des opérations financières autonomes ?

En général, on opte pour la prise en compte des seules dettes à caractère financier, en excluant ainsi de l'analyse les dettes d'exploitation.

B – LES DIFFICULTÉS RENCONTRÉES POUR LA DÉTERMINATION DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ

La recherche du coût moyen pondéré du capital présuppose :

- qu'un coût spécifique peut d'abord être déterminé pour chaque moyen de financement considéré isolément,
- que les différents coûts spécifiques peuvent ensuite se composer de façon mécanique pour permettre le dégagement d'un coût global.

En d'autres termes, cette approche repose sur l'hypothèse selon laquelle le coût de chaque source de fonds reste indépendant à l'égard de la structure du financement, considérée dans son ensemble.

Mais on peut se demander si « l'usage d'une source de financement n'entraîne pas un coût (ou une économie) implicite, c'est-à-dire une modification du coût d'une autre source de financement, modification qui se répercuterait dans le coût moyen pondéré » (J.P. Couvreur).

Manifestement, l'approche par le coût moyen pondéré ne donne pas les moyens d'intégrer ces coûts « implicites », si elle se borne à associer des coûts spécifiques supposés indépendants de la structure financière. Il faut donc élargir le cadre de l'analyse si l'on veut prendre en compte un « effet de structure » dans le dégagement du coût du capital.

Une telle remarque ne signifie nullement qu'il serait impossible de calculer un coût moyen pondéré significatif. Un tel calcul reste possible. Mais il n'est pertinent que si l'on a tenu compte au préalable de l'influence que la structure financière exerce sur le dégagement du coût de chaque source de financement.

Outre les coûts monétaires qui lui sont explicitement imputables, une ressource financière peut induire en effet des **coûts implicites** qui peuvent être justifiés grâce à deux formulations .

Selon une première formulation, les coûts implicites du capital sont des coûts d'opportunité. Le coût implicite des fonds rassemblés et investis peut donc être défini comme le taux de rentabilité du projet le plus favorable qu'ils pourraient permettre de financer. Dans ces conditions, « **les coûts explicites** du capital naissent quand on se procure les fonds. Les **coûts implicites** se forment seulement après que ces fonds aient été investis, ou affectés à d'autres emplois, et ceci parce que les emplois constituent des utilisations alternatives » (JTS Porterfield).

Une seconde définition de la notion de coût implicite, intègre directement l'influence de la structure du financement. Selon cette acceptation, *le coût implicite associé à une*

ressource correspond à la variation que sa mise en œuvre peut produire dans le coût des autres ressources.

En effet, le recours accru à un moyen de financement déterminé peut entraîner, par contre-coup, une influence favorable ou défavorable sur le coût des autres moyens de financement utilisés par l'entreprise. Ainsi, un renforcement de la part des capitaux propres est perçu comme un élément favorable en termes de risque et peut donc entraîner une réduction du coût des dettes. Au contraire, le recours accru à des dettes à court terme accuse la vulnérabilité de l'entreprise et peut conduire les autres bailleurs de fonds à exiger de l'entreprise une rémunération plus élevée. Dans ces conditions, le coût d'une ressource ne devrait pouvoir être déterminé que si la combinaison de financement mise en œuvre est prise en considération. C'est pourquoi il s'avère nécessaire d'étudier la composition des coûts spécifiques, explicites et implicites, des différentes ressources pour la détermination d'un coût global des financements.

SECTION 3 – LE PROBLÈME DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE

A – L'ENJEU DES DÉCISIONS RELATIVES À LA STRUCTURE FINANCIÈRE

1 – La notion de structure financière de l'entreprise

Le développement de son environnement financier met l'entreprise en présence d'un ensemble diversifié de moyens de financement, dont la mise en œuvre implique l'intervention sur des marchés (c'est le cas lorsqu'il y a émission d'actions, d'obligations ou d'autres catégories de titres), et/ou un contrat avec des institutions spécialisées (banques ou organismes financiers non bancaires).

Pour la théorie de la décision financière, ce développement pose à l'entreprise le problème du choix d'une combinaison déterminée de moyens de financement, c'est-à-dire, **le choix d'une structure financière**. Dans ce contexte, la structure financière de l'entreprise s'analyse donc comme la configuration du passif du bilan ou encore comme la combinaison de ressources accumulées à une date donnée.

La structure financière peut être caractérisée à l'aide de ratios relatifs à la composition du passif.

Par exemple, si on distingue au sein de ce dernier, P :

S, les capitaux propres

D_L, les dettes à long terme

D_{CE}, les dettes à court terme induites par l'exploitation

D_{CHE}, les dettes à court terme souscrits hors du cadre de l'exploitation,

on pourra caractériser la structure financière à l'aide des ratios.

P_1, P_2, P_3, P_4 , tels que $1 = P_1 + P_2 + P_3 + P_4$.

avec :

$$P_1 = \frac{S}{P}, P_2 = \frac{D_L}{P}, P_3 = \frac{D_{CE}}{P}, P_4 = \frac{D_{CHE}}{P}.$$

En général, le problème de la structure financière est abordé sur la base d'une décomposition plus globale entre ensemble des dettes (D) et capitaux propres (S). Le ratio D/S fournit alors un indicateur synthétique traduisant l'arbitrage entre fonds propres et fonds d'emprunt. Dans ces conditions, le problème de la structure financière se réduit au choix de la combinaison capitaux propres / dettes le plus avantageux pour l'entreprise. Cependant, ce choix exige que des critères d'optimisation aient été préalablement définis afin de guider les décisions de l'entreprise en matière de financement.

2 – Les critères d'optimisation de la structure financière

En première approximation, la théorie financière rapporte les règles de décision à observer pour parvenir à une structure optimale à un principe fondamental : **la structure financière optimale** est censée correspondre à la **combinaison de ressources qui minimise le coût du capital**. On doit cependant souligner le caractère relatif du critère d'optimisation retenu. En effet, le coût ne constitue qu'un des déterminants pris en compte dans la pratique des décisions de financement. Parmi les autres critères qui sont également mis en œuvre, on peut également mentionner le maintien de l'autonomie de la firme, le maintien de l'endettement à un niveau jugé compatible avec les risques financiers que les dirigeants entendent assumer, la recherche d'une certaine flexibilité conduisant à ménager une capacité d'endettement additionnel, les délais d'obtention des ressources.

B – LES THÉORIES DE LA STRUCTURE FINANCIÈRE

1 – Les positions en présence

Les discussions théoriques relatives à la structure financière portent essentiellement sur la question suivante : peut-on déterminer une combinaison de ressources (et notamment une combinaison entre capitaux propres et dettes) qui minimise le coût du financement et qui permette ainsi de parvenir à une structure financière optimale ? Cette interrogation suscite dans la théorie financière trois types de réponses.

Selon **la théorie du bénéfice net** (*Net Income*), chaque source de financement entraîne un coût spécifique, indépendamment de la structure financière globale de l'entreprise. Cette dernière ne supporte donc que des coûts de financement explicites. Dans ces conditions, si les différentes ressources accessibles suscitent des coûts inégaux, l'entreprise devra chercher à maximiser la part accordée à la ressource la moins coûteuse pour réduire le coût global de son financement. Il n'existe alors de structure financière optimale que si le financement est intégralement assuré par la ressource la moins onéreuse. Même si elle ne parvient pas à une telle situation-limite l'entreprise pourrait adopter un comportement tendant vers l'optimum en renforçant dans toute la mesure du possible la part des ressources à coût réduit.

Contrairement à ce premier courant d'analyse, la **théorie du bénéfice d'exploitation** (*Net operating income*) conteste l'existence d'une structure financière optimale. Cette théorie, illustrée notamment par F. Modigliani et M.H. Miller, cherche en effet à établir la neutralité de la structure financière en démontrant que cette dernière n'exerce aucune influence sur le coût du financement. Toutes les combinaisons envisageables des ressources financières dégagant un coût global identique, il serait vain de chercher à atteindre une structure financière optimale.

Enfin, une position médiane cherche à établir un compromis entre les deux théories précédemment présentées. Cette position exprime une « **théorie classique de la structure financière** » qui identifie des relations différenciées entre coût global du financement et structure financière, selon le taux d'endettement atteint par l'entreprise.

Dans cette perspective, on pourrait vérifier la théorie du bénéfice net pour des niveaux élevés ou faibles d'endettement ; pour un endettement modéré, le coût de la dette est favorable et l'entreprise peut alors réduire le coût de son financement en augmentant son recours à l'emprunt ; pour un endettement très élevé, le coût de la dette devient très défavorable et l'entreprise peut alors espérer réduire le coût global de son financement en faisant davantage appel aux capitaux propres. Mais, pour des niveaux d'endettement intermédiaires, la structure financière serait relativement neutre, conformément aux conclusions de la théorie du bénéfice d'exploitation.

2 – La théorie du bénéfice net (*net income*)

Pour la théorie du bénéfice net, le coût des dettes K_i et le coût des capitaux propres K_e ne changent pas lorsque le ratio d'endettement ($L = D / S$) varie.

Si $K_e \neq K_i$, le comportement rationnel consistera à augmenter la part de la ressource la moins coûteuse dans le financement. On observe fréquemment que K_i est inférieur à K_e à cause des possibilités de déduction fiscale des frais financiers sur l'endettement. Dans ces conditions, K_o apparaît comme une fonction décroissante de L .

Une telle analyse peut être présentée comme un simple prolongement des méthodes de calcul du coût moyen pondéré. En effet, ce dernier s'établit comme suit :

$$K_o = \frac{D}{D+S} \times K_i + \frac{S}{D+S} K_e$$

Soit en multipliant par $1/S$ le numérateur et le dénominateur de chaque coefficient ci-dessus :

$$K_o = K_i \times \frac{D/S}{D/S + S/S} + K_e \times \frac{S/S}{D/S + S/S} \quad \Rightarrow \quad K_o = K_i \times \frac{D/S}{D/S + 1} + K_e \times \frac{1}{D/S + 1}$$

Avec $L = \frac{D}{S}$ on aura :

$K_o = K_i \times \frac{L}{1+L} + K_e \times \frac{1}{1+L}$

Avec K_i et K_e constantes, K_0 constituera donc une fonction décroissante de L si $K_i < K_e$.

La particularité de cette analyse réside dans l'hypothèse d'invariabilité de K_e et K_i . Une telle invariabilité signifie en effet que les bailleurs de fonds n'ont aucune réaction lorsque la structure financière varie et ne modifient nullement leurs exigences en fonction de ces changements. Ainsi, un alourdissement de l'endettement qui accroît normalement le risque financier perçu par les partenaires de l'entreprise, ne se traduirait pas de leur part par une demande de rémunération supplémentaire et, pour l'entreprise, par un renchérissement de son financement. Inversement, un allègement de l'endettement devrait permettre à l'entreprise d'améliorer son image aux yeux des apporteurs de capitaux et d'obtenir ainsi des financements moins onéreux ; mais une telle relation n'est pas prise en compte si l'on suppose K_e et K_i indépendants de la structure financière.

Le recours à cette hypothèse apparaît donc comme un point faible de la théorie du bénéfice net. Celle-ci méconnaît le surcroît de risque financier supporté par l'entreprise lorsqu'elle cherche à tirer davantage parti de l'effet de levier, en supposant que le marché continue alors de capitaliser les revenus attendus respectivement des titres de dettes et de capital émis par la firme.

3 – La théorie du bénéfice d'exploitation (*net operating income*)

La théorie du bénéfice net (NI) affirmait que le coût (ou le taux de capitalisation) des capitaux propres reste constant lorsque L varie. Elle admettait par là-même que le marché réagit aux seules variations **du bénéfice net** (d'où sa dénomination) sans se préoccuper de la combinaison de financement mise en œuvre.

Pour la théorie du bénéfice d'exploitation (NOI), **le coût des capitaux propres ou taux de capitalisation du bénéfice net** (K_e) doit au contraire être considéré comme une grandeur qui varie en fonction du risque financier que le marché associe au degré d'endettement de la firme.

Par contre, **la capitalisation du bénéfice avant frais financiers** (le NOI) est censée s'effectuer à taux constant K_0 . Cela signifie indifféremment :

- que la valeur globale de la firme sur le marché est indépendante de sa structure financière, alors même que la valeur des actions et celle des obligations sont des fonctions de cette dernière,
- que le coût global du capital est indépendant de sa structure financière.

On ne peut donc parvenir à une structure optimale du financement qui minimise le coût global de ce dernier et maximise la valeur de la firme.

C'est à F. Modigliani et à M.H. Miller que l'on doit la première illustration systématique et la première tentative de justification convaincante de cette théorie du NOI.

a) Le problème théorique

Dans un article devenu célèbre¹, Modigliani et Miller s'attachèrent en effet à trouver une explication au paradoxe apparent déjà énoncé ci-dessus. Ce paradoxe peut être perçu

1. F. Modigliani et M.H. Miller : *The cost of capital, Corporation Finance and the theory of Investment*. AER. XL VIII. n° 3, 1958, p. 261 à 297. Traduction française in F. Girault et R. Zisswiller : *Finances Modernes. Théorie et Pratique*. Éditions Dunod, Tome II p. 40 et s.

à partir de l'interrogation suivante : Comment le taux de capitalisation globale de la firme (soit son coût global du capital) peut-il être indépendant de la structure du financement, alors qu'il résulte apparemment de la somme pondérée des taux de capitalisation des bénéfices net et des intérêts, qui sont eux, des fonctions de L ?

En termes de **coût global**, on a en effet : $K_o = \frac{L}{1+L} \times K_i + \frac{L}{1+L} \cdot K_e$

Si $K_i = K_i(L)$ et si $K_e = K_e(L)$ comment peut-il se faire que K_o soit indépendant de L ?

Pour ce qui concerne la **valeur de la firme**, on a de même : $V_o = V_e + V_i$ (1)

avec :

$V_o = \text{constante}$

$V_e = V_e(L)$

$V_i = V_i(L)$

L'égalité (I) ne peut être préservée que si, pour toute variation de L , la variation de V_e qui s'ensuit est exactement compensée par une variation de V_i en sens inverse.

Pour toute variation de la structure financière, on aura :

$$\Delta V_e = - \Delta V_i \Rightarrow \Delta V_e + \Delta V_i = \Delta V_o = 0$$

Dans ces conditions, V_o étant totalement indépendant de L , il n'existe pas, selon la théorie du bénéfice d'exploitation, de combinaison de financement optimale qui maximise la valeur de la firme et qui minimise le coût de son financement.

Pour surmonter l'apparent paradoxe contenu dans l'affirmation d'un invariance du coût global du financement, la théorie du bénéfice d'exploitation ne peut donc trouver qu'une solution : elle doit admettre que « le marché capitalise la valeur de la firme comme un tout ; en conséquence, la répartition entre les dettes et les capitaux propres est sans importance. Une augmentation de l'endettement supposé moins cher est exactement compensée par l'augmentation du taux de capitalisation des capitaux propres (k_e). Ainsi, la moyenne pondérée de (k_e) et (k_i) reste inchangée pour tous les niveaux d'endettement » (J.C. Van Horne).

Dans ces conditions, le niveau d'endettement mis en œuvre, et la structure financière utilisée n'ont effectivement aucune incidence sur le coût du financement. Il ne peut exister de combinaison entre capitaux propres et dettes qui minimise la valeur de la firme. Il n'existe pas de structure financière optimale.

Toute modification intervenant dans la structure financière mise en œuvre par la firme entraînera, pour le coût des capitaux propres et des dettes, des évolutions contradictoires qui tendront à se neutraliser mutuellement. Ainsi, si l'entreprise veut bénéficier du jeu de l'effet de levier en augmentant la part des dettes (jugées moins coûteuses) dans son financement, la baisse de coût attendue de ce fait sera complètement neutralisée par l'élévation du coût des capitaux propres. En effet, analysant l'alourdissement de l'endettement comme une aggravation du risque pour l'entreprise, les actionnaires tendront à exiger un taux de rendement plus élevé pour leurs mises de fonds dans l'entreprise.

Les mécanismes compensateurs qui expliqueraient la stabilité du coût global du capital traduiraient ainsi l'existence de coûts implicites pour les différents moyens de financement.

Au contraire, les avantages attendus du recours à l'effet de levier par un accroissement du taux d'endettement ne peuvent être envisagés que si on se limite à prendre en compte les seuls coûts explicites des différents moyens de financement envisageables et non le coût implicite lié à l'impact de chaque ressource sur le coût des autres ressources.

Or le dégagement d'un coût implicite ne fait que traduire la perception par les bailleurs de fonds, d'une aggravation du risque financier pesant sur l'entreprise et de l'incertitude pesant sur les rendements de ses titres. C'est donc par le biais d'une modification du niveau de risque perçu par les bailleurs de fonds que l'on peut appréhender le jeu des mécanismes compensateurs dont l'intervention est supposée assurer la constance du coût global du capital et de la valeur de la firme.

b) Les thèses de M.M.

Pour établir que le coût du capital et la valeur de la firme sont indépendants de sa structure financière, Modigliani et Miller s'emploient à démontrer que deux sociétés appartenant à la même classe de risque économique et obtenant le même bénéfice pour un niveau d'actifs identique doivent nécessairement se voir attribuer la même valeur par le marché, même si elles ont une structure de financement différente. Si ce point était rigoureusement établi, il serait alors possible d'affirmer que « le cours et le coût moyen du capital pour toute entreprise sont complètement indépendants, de la structure de son capital ». Afin d'établir cette proposition, Modigliani et Miller (M.M.) prennent pour point de départ le cas où deux sociétés « identiques » en tout, sauf en matière de financement, feraient l'objet d'évaluations divergentes sur le même marché financier.

Leur propos consiste ensuite à montrer comment une telle divergence doit nécessairement se résorber grâce à un mécanisme d'arbitrage, si du moins certaines hypothèses se trouvent rassemblées et notamment l'hypothèse de perfection des marchés.

c) L'analyse des arbitrages sur le marché financier

Soient deux sociétés appartenant à la même classe de risque et obtenant le même taux de rendement de leurs actifs, égaux en volume. Ces deux sociétés, présentant ainsi des caractéristiques économiques quasiment identiques, sont supposées différer toutefois quant à la structure de leur financement : la Société I est financée intégralement par capitaux propres ; la société II met en œuvre un financement mixte comprenant des actions et des obligations.

Si l'on en croit la thèse fondamentale de M.M., ces deux sociétés devraient être évaluées pour un même montant global sur le marché soit : $V_1 = V_2$

Pour le montrer, M.M. envisagent une situation initiale dans laquelle on aurait par exemple $V_2 > V_1$, avant d'analyser les mécanismes d'arbitrage, grâce auxquels on devrait nécessairement revenir à l'égalité $V_1 = V_2$.

Soit un porteur d'actions de la Société II détenant une fraction de ses capitaux propres, soit :

$$s_2 = \alpha \times S_2$$

Si NOI est le résultat dégagé par I et II avant frais financiers, le revenu Y_2 obtenu de ce portefeuille pour son porteur s'établira comme suit :

(1)

$$Y_2 = \alpha [NOI - K_i \times D_2]$$

avec $K_i \cdot D_2$ le montant de l'intérêt versé par la firme II à ses prêteurs tel qu'il résulte du montant de l'endettement (D_2) et du taux d'intérêt servi (K_i).

Puisque $V_2 > V_1$, la firme II apparaît sur-évaluée. Le porteur de ses actions aura donc intérêt à les céder pour acquérir des titres de I. Soit $s_2 = \alpha \cdot S_2$ le produit de la vente des actions de II. Par ailleurs, cet « investisseur » est supposé pouvoir obtenir un prêt personnel d'un montant D_2 . En effet, l'hypothèse de perfection des marchés conduit à considérer que le risque associé au taux d'endettement D_2 / S_2 sera évalué de façon identique, par l'investisseur lui-même et par des prêteurs éventuels, que l'emprunt soit souscrit par la firme ou par un actionnaire à titre personnel. Dans ces conditions l'opérateur considéré pourra utiliser la somme obtenue pour acquérir des actions de la Société I pour un montant de s_1 tel que :

$$s_1 = s_2 + \alpha \times D_2$$

avec s_2 = produit de la vente des titres (II) = $\alpha \times S_2$

$\alpha \cdot D_2$ = montant de l'emprunt personnel

$$\Rightarrow s_1 = \alpha (S_2 + D_2)$$

Ce nouveau portefeuille permettra d'obtenir un revenu avant frais financiers, correspondant à la part du bénéfice de I qui reviendra à l'actionnaire, compte tenu de sa quote-part dans le capital de I, soit $\alpha \times NOI \times (S_2 + D_2) / S_1$.

Après versement des intérêts dus au titre de l'emprunt personnel, soit $K_i \cdot \alpha \cdot D_2$, on aura donc :

$$y_1 = \alpha \cdot \frac{S_2 + D_2}{S_1} \times NOI - K_i \cdot \alpha \cdot D_2$$

Or la valeur des deux entreprises I et II est égale à la valeur de leurs titres.

$$V_1 = S_1$$

$$V_2 = S_2 + D_2$$

(2)

$$\Rightarrow y_1 = \alpha \cdot \frac{V_2}{V_1} \times NOI - K_i \cdot D_2$$

Du fait des hypothèses initiales :

$$V_2 > V_1 \Leftrightarrow (V_2 / V_1) > 1, \text{ soit en rapprochant (1) et (2) : } Y_1 > Y_2.$$

Ainsi, tant que $V_2 > V_1$, c'est-à-dire tant que la firme II restera sur-évaluée, les porteurs de ses actions auront intérêt à les céder pour acquérir des titres de I puisque de tels arbitrages leur permettront d'obtenir un revenu y_1 plus élevé que y_2 procuré par les actions de II.

Ces arbitrages conduiront ainsi à un retour à une évaluation identique des deux entreprises (1) telle que :

$$\begin{aligned} V_1 &= V_2 \\ Y_1 &= Y_2 \end{aligned}$$

d) *Coût du capital et structure financière*

M.M. établissent ainsi que deux entreprises présentant des caractéristiques analogues mais différant par leur structure financière doivent faire l'objet d'une évaluation identique sur le marché financier. Ils peuvent alors déduire de ces premiers résultats une seconde proposition concernant le coût du capital.

Soit, en transposant dans les symboles utilisés ci-dessus, pour toutes les entreprises appartenant à une même classe de risque :

$$V = \frac{\text{NOI}}{K_0} = \text{constante}$$

$$\text{Mais } k_0 = k_i \cdot D / (S+D) + k_e \cdot S / (S+D)$$

$$\Rightarrow k_e = \left[k_0 - k_i \cdot \frac{D}{S+D} \right] \cdot \frac{S+D}{S}$$

$$\Rightarrow k_e = k_0 \cdot \frac{S}{S} + k_0 \cdot \frac{D}{S} - k_i \cdot \frac{D}{S+D} \cdot \frac{S+D}{S}$$

$$\Rightarrow k_e = k_0 + (k_0 - k_i) \cdot D/S$$

$$\text{Avec } L = \frac{D}{S}, \text{ il vient :}$$

(3)

$k_e = k_0 + (k_0 - k_i) L$

Ainsi, pour $k_0 > k_i$, le coût des capitaux propres k_e est une fonction croissante du ratio d'endettement L , ce qui permet de retrouver une formulation de l'effet de levier.

Dès lors, l'interprétation financière de ces résultats apparaît dans sa cohérence. Le coût global du capital est indépendant de la structure financière. Mais sa stabilité, quand L varie, résulte de la compensation entre les variations contradictoires du coût des dettes et des capitaux propres. Lorsque L augmente, une diminution de coût liée à l'augmentation de la part des dettes moins onéreuses vient compenser l'augmentation de k_e ; le « surcoût » des capitaux propres neutralise l'économie réalisée sur le coût des dettes ; k_0 reste ainsi inchangé. Il n'y a donc pas de structure financière optimale qui maximise la valeur de la firme, ou qui minimise le coût de son financement.

e) *La critique des thèses de M.M.*

Les critiques adressées à l'analyse de Modigliani et Miller convergent, malgré leur variété, autour de la remise en cause du « réalisme » du modèle.

En premier lieu, à l'hypothèse théorique de perfection des marchés, les critiques opposent l'imperfection de fait des marchés financiers. Or l'hypothèse de perfection joue évidemment un rôle central dans la justification des propositions de M.M., puisque la validité de ces dernières est conditionnée par l'intervention de mécanismes d'arbitrage qui, eux-mêmes, présupposent une parfaite substituabilité entre titres présentant des caractères analogues de risque et de rendement attendu.

D'autre part, le modèle de M.M. supposait également l'absence de toute imposition : or le fait que les intérêts sont déductibles de l'impôt sur les bénéfices, alors que les actionnaires n'ont droit qu'à un bénéfice après impôt, ne peut manquer d'avoir une incidence sur le coût respectif des dettes et des capitaux propres. A cet argument, Modigliani et Miller devraient d'ailleurs apporter une réponse en aménageant leurs analyses pour intégrer les facteurs fiscaux. Or, l'introduction de l'impôt les conduira à admettre des conclusions assez voisines de celles avancées par la théorie du bénéfice net.

Une troisième objection porte sur l'assimilation par Modigliani et Miller des conditions de prêt accessibles aux individus et aux entreprises. La procédure d'arbitrage analysée ne peut en effet se mettre en mouvement que si deux conditions sont réunies :

1. Dans leur appréciation du risque, les opérateurs sur le marché financier doivent percevoir de la même façon un taux d'endettement déterminé, que cet endettement soit souscrit directement par eux-mêmes en tant que personnes privées, ou qu'il soit le fait d'entreprises dont ils détiendraient une fraction du capital.
2. D'autre part, le coût de l'emprunt doit être le même qu'il soit souscrit par un individu isolé ou par une entreprise. Or il est clair que la réalisation dans les faits de ces deux exigences apparaît fort problématique. En premier lieu, le risque perçu n'est pas de même niveau, pour un agent économique, selon que l'endettement est personnel ou souscrit par la Société dont il serait actionnaire ; dans le premier cas, l'emprunteur individuel est engagé sur l'intégralité de son patrimoine ; dans le second cas, le risque ne porte que sur le montant des fonds « placés » dans l'entreprise emprunteuse. Quant aux conditions de coût des crédits, il est certain que les organismes financiers en particulier et tout prêteur en général, ne se limitent pas à appliquer un taux de marché lors de la négociation du concours qu'il sont susceptibles d'apporter : les taux effectifs font l'objet de modulations selon la personnalité et le « poids économique » de l'emprunteur !

Il est donc clair que les hypothèses de Modigliani et Miller ne peuvent prétendre au « réalisme ». Il faut pourtant souligner la remarquable cohérence de leurs analyses. Pour l'instant – et sauf erreur – aucun de leurs critiques n'a réussi à remettre en cause la logique interne de leur analyse, une fois leurs hypothèses admises. En particulier, les arbitrages sur le marché financier ne semblent pas avoir été remis en cause. Le modèle de M.M. offre ainsi l'image d'une construction néoclassique rigoureuse et savante qui développe, jusque dans leurs implications ultimes, les hypothèses de concurrence. Faute de ruiner cette construction de l'intérieur, les tenants de la théorie « traditionnelle » se contentent donc de proposer une construction de compromis qui apporte certaines corrections « réalistes » au même socle théorique.

4 – La théorie « classique » de la structure financière de l'entreprise

La théorie « traditionnelle » doit cette appellation à plusieurs raisons. En premier lieu, elle bénéficie d'une antériorité historique sur les analyses inspirées des points de vue du « bénéfice net » ou du « bénéfice d'exploitation ». En second lieu, elle peut prétendre à la représentation du point de vue le plus proche des observations empiriques.

Or cette théorie s'oppose d'abord à la théorie du bénéfice net (NI) en ce qu'elle associe à l'augmentation de la part des dettes, la perception d'un risque financier accru par les bailleurs de fonds. Elle prend donc en compte l'influence de la structure financière sur le coût spécifique de chaque ressource.

Cette théorie se différencie par ailleurs de celle de Modigliani et Miller en ce qu'elle exclut l'idée de compensation totale entre variation du coût des capitaux propres et variation du coût des dettes et conteste donc la théorie de la neutralité de la structure financière avancée par M.M.

a) Le comportement des prêteurs

Pour la théorie classique, l'alourdissement de l'endettement de l'entreprise mesuré par une augmentation du ratio $L = D/S$ conduirait les prêteurs à accroître leurs exigences, ce qui aggraverait le coût des dettes pour la firme.

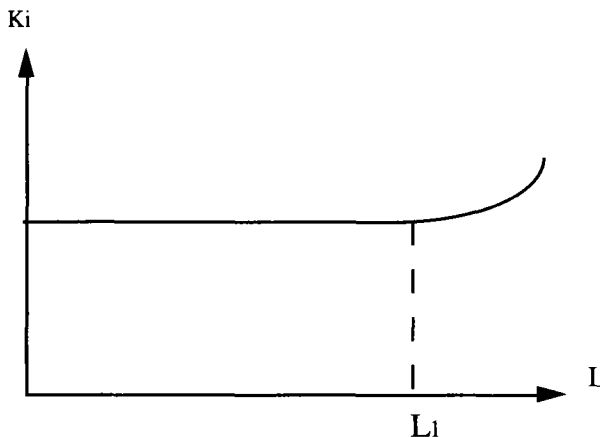
En général, le coût des dettes k_i est supposé varier selon la valeur L en deux étapes :

1 - Pour $0 < L < L_1$, c'est-à-dire pour des niveaux d'endettements modérés, k_i resterait stable.

2 - Pour $L > L_1$, les prêteurs perçoivent une aggravation du risque financier encouru par l'entreprise du fait de ses charges d'emprunt. Ils exigèrent donc une rémunération croissante.

Dans ces conditions L_1 apparaît comme une grandeur définissant non pas tant un niveau-limite de l'endettement, qu'un « seuil » définissant l'accession de l'entreprise à un nouveau « palier de risque ».

Dans ces conditions, la fonction $k_i = k_i(L)$ pourrait être représentée comme suit :



b) Le comportement des actionnaires

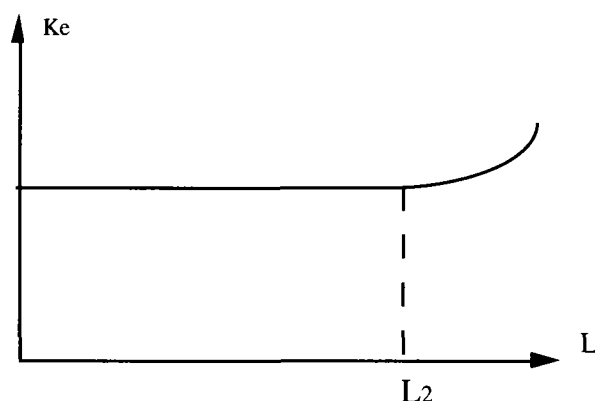
La théorie traditionnelle propose des comportements des actionnaires une analyse voisine de celle consacrée à l'attitude des prêteurs.

Les actionnaires de l'entreprise réagiraient ainsi à l'augmentation de L par une élévation du taux de rémunération attendu de la firme, c'est-à-dire, du coût des capitaux propres k_e .

Selon une première formulation, le coût des capitaux propres connaîtrait des variations analogues à celles que subit le coût des dettes. La fonction $k_e = k_e(L)$ serait donc constante pour toutes les valeurs de L inférieures à un seuil déterminé L_2 .

Le dépassement de L_2 entraînerait au contraire une croissance de k_e .

Dans ces conditions, la fonction $k_e = k_e(L)$ pourrait être représentée comme suit :



Selon une seconde formulation, k_e serait une fonction croissante pour toutes les valeurs de L .

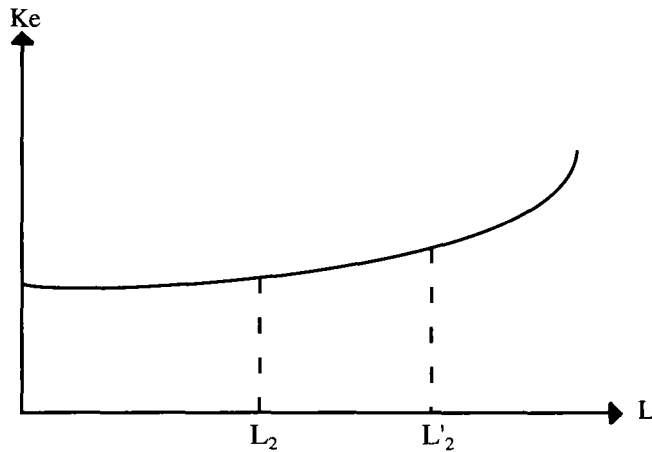
L'orientation de la convexité de la courbe représentative de k_e indiquera alors la hausse accélérée du coût des capitaux propres à mesure que la part d'endettement s'accroît dans le financement de l'entreprise.



Enfin, selon une troisième formulation la fonction de coût des capitaux propres connaîtrait trois zones de variations.

1. Pour $0 < L < L_2$, correspondant à des niveaux modérés d'endettement, k_e resterait constant. On aurait ainsi $k'_e(L) = 0$.
2. Pour $L_2 < L < L'_2$, les actionnaires commenceraient de réagir à un accroissement de l'endettement et exigeraient une rémunération croissante à un taux constant. On aurait $k'_e(L) = a$ avec $a > 0$.
3. Enfin, pour $L > L'_2$, les actionnaires – jugeant qu'un seuil critique a été désormais franchi – augmenteraient sans cesse leurs exigences à mesure que L s'élève. On aurait alors $k''_e = k''_e(L)$ avec $k''_e > 0$.

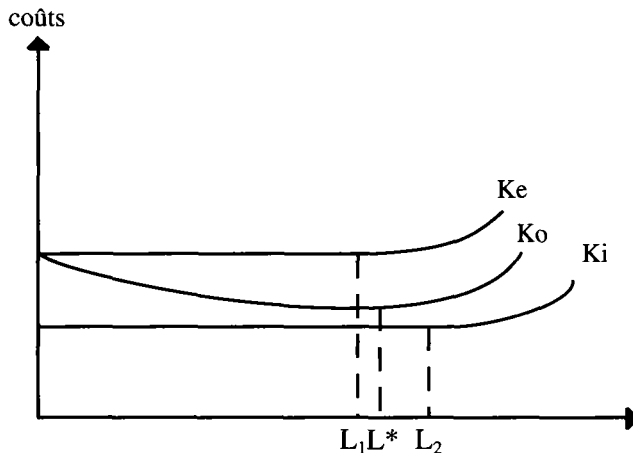
D'où la forme « coudée » de la courbe représentative de k_e :



c) L'évolution du coût global du financement

Après avoir proposé une analyse des variations du coût des capitaux propres et des dettes lorsque L s'élève, la théorie classique analyse la relation entre les différentes combinaisons de financement possibles et le coût global du financement pour l'entreprise.

Si on retient la première formulation de la fonction de coût des capitaux propres, on pourra représenter comme suit la fonction du coût global du financement pour l'entreprise :



La forme attribuée à la courbe représentative de la fonction $k_o = k_o(L)$ permet de formuler les conclusions suivantes :

1. Pour $0 < L < L_1$, k_e et k_i restent constants. k_e étant supérieur à k_i , l'entreprise peut bénéficier d'un effet de levier en augmentant son endettement. Dans ces conditions, k_o est une fonction décroissante de L .

2. Pour $L > L_1$, k_o connaîtra plusieurs domaines de variation. A partir de L_1 , le coût des capitaux propres connaît une croissance accélérée. Une augmentation de L produira donc deux effets contradictoires sur le coût global des capitaux k_o .

- D'une part, k_e est croissant et tend donc à faire augmenter k_o .

- Mais d'autre part, k_i reste constant tant que $L < L_2$. On a également $k_i < k_e$.

Dans ces conditions, l'effet de levier exercera une pression à la baisse du coût global k_o , mais avec une influence contradictoire selon la valeur respective de L et L^* .

a. Pendant une première phase, pour les valeurs $L_1 < L < L^*$, l'influence de l'effet de levier l'emportera sur celle exercée par l'augmentation du coût des capitaux propres. Le coût global continuera donc de baisser, mais de façon de plus en plus lente.

On aura donc $k_o(L) = k_o$ avec :

$$k'_o(L) < 0$$

$$k''_o(L) < 0$$

b. Pour $L = L^*$, les deux influences s'exerçant sur k_o se neutraliseront totalement et permettront de dégager un coût minimum de capital.

c. Enfin pour $L > L^*$, le coût global du financement s'élèvera avec le ratio L .

On notera qu'à partir de L_2 , cette augmentation de k_o traduira une augmentation conjointe de k_i et de k_e . Tous les bailleurs de fonds estiment que l'élévation du niveau d'endettement de l'entreprise accroît le risque financier encouru par cette dernière. Ils sont donc conduits à accroître leur propres exigences de rendement ; pour l'entreprise, cela se traduira alors par une augmentation du coût global du financement.

Cette présentation de la fonction de coût du capital permet ainsi de définir une structure financière optimale et une seule : celle définie par $L = L^*$, combinaison pour laquelle le coût du financement est minimum.

Si on adopte la représentation du coût des capitaux propres par une courbe « coudée », on parvient à des résultats sensiblement différents quant à la construction de la fonction de coût global. La courbe représentative du coût total ne permet plus alors de dégager un optimum ponctuel correspondant à une valeur finie de L .

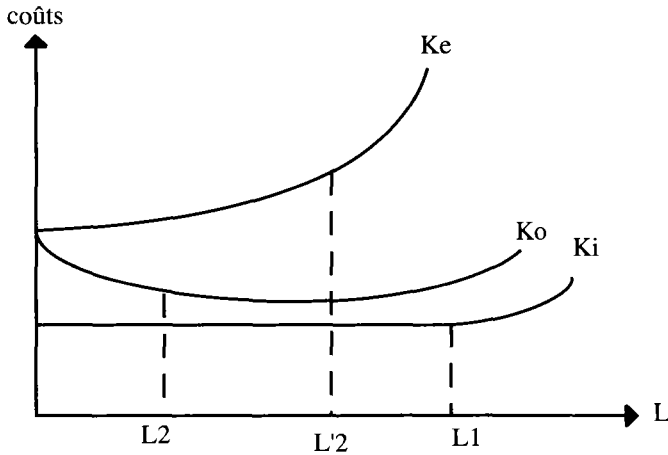
En revanche, elle permet de dégager une « zone optimale » correspondant à un **palier de coût global minimal**. Selon cette analyse, en effet, la courbe de coût des capitaux propres subit des variations différenciées sur trois intervalles. Par suite, le coût global en est lui-même affecté.

1. Lorsque $L < L_2$, k_e est constant. De ce fait, lorsque L augmente, l'effet de levier s'exerce, entraînant la diminution du coût global du capital puisque k_i est uniformément inférieur à k_e sur tout cet intervalle.

2. Lorsque $L_2 < L < L'_2$, k_e est croissant à un taux modéré. Dans ce cas, la croissance de k_e peut être neutralisée par l'effet de levier pour toutes les valeurs de L sur cet intervalle : k_o reste donc constant, grâce à la compensation entre le renchérissement des capitaux propres et la réduction de coût liée à l'appel accru aux dettes moins onéreuses.

3. Lorsque $L > L'_2$ enfin, l'augmentation accélérée de k_e puis de k_i entraîne une hausse de k_o .

D'où la représentation de $k_o = k_o(L)$ par une courbe en « u » définissant non pas une combinaison optimale, mais une zone de financement optimal, une « fourchette d'endettement optimal ».



d) Les conclusions de la théorie « classique »

Ainsi, la « théorie classique » affirme (et tente d'illustrer) l'existence d'une structure optimale du financement, même si les tenants de cette théorie divergent entre eux lorsqu'il s'agit de préciser la forme de la courbe de coût global du capital.

Pour cette structure financière optimale, le coût global du capital ou coût moyen pondéré du capital est minimum.

D'autre part, pour cette structure optimale, le coût marginal des dettes tend à égaler le coût marginal réel des capitaux propres. En général, pour des niveaux d'endettement inférieurs à cet optimum, le coût marginal réel des dettes tend à excéder celui des capitaux propres, dans la mesure où la montée des risques financiers entraînera une augmentation rapide des coûts explicites et implicites de l'endettement.

5 – Conclusion

Au total l'analyse de la structure financière suggère que l'entreprise peut, en pratique, exercer une influence sur le coût de son financement grâce à une action sur sa structure financière.

Malgré le caractère parfois abstrait et parfois « irréaliste » de certains de ses développements, cette théorie fournit donc des schémas analytiques de référence, essentiels pour l'élaboration, la mise en œuvre et la compréhension de la politique financière de l'entreprise et notamment pour sa politique d'investissement.

Chapitre 10

L'évaluation des projets d'investissement

Les projets d'investissement revêtent une importance majeure pour le développement de l'entreprise.

Parce qu'ils préparent les capacités et les conditions de la production future, ces projets conditionnent la compétitivité à terme de l'entreprise, et par conséquent ses résultats et ses équilibres financiers.

Parce qu'ils engagent des enveloppes importantes de ressources financières sur la longue durée, ces projets présentent des risques majeurs : leur lancement a le plus souvent un caractère irréversible.

C'est pourquoi les choix effectués en matière d'investissement représentent des enjeux essentiels de la politique de l'entreprise en général et de sa gestion financière en particulier et constituent l'un des déterminants majeurs de son développement futur.

Le choix d'une orientation judicieuse peut ouvrir des perspectives favorables de croissance, soit en continuité avec les activités actuelles, soit à l'occasion du lancement d'activités ou de « métiers » nouveaux. Un échec ou une erreur majeurs peuvent au contraire mettre en cause la compétitivité future, voire la survie même de l'entreprise. C'est pourquoi la maîtrise des choix et des décisions relevant de la politique d'investissement représente un enjeu essentiel.

Cette maîtrise exige la mise au point de procédures et d'outils qui doivent permettre d'assurer trois missions majeures.

*En premier lieu, les gestionnaires de l'entreprise doivent **poser un diagnostic** sur les investissements passés et les « besoins » en investissements futurs. En deuxième lieu, il leur revient **d'évaluer les effets** des investissements passés et de prévoir ceux des projets envisagés pour l'avenir. Ils ont enfin pour troisième mission de **guider les choix** des instances auxquelles revient la responsabilité d'arrêter les décisions d'investissement.*

*Or la mise en place de procédures efficaces de diagnostic, d'évaluation et de prise de décision exige une délimitation préalable des opérations concernées (**Section 1**). Elle requiert d'autre part la définition de **critères d'appréciation** applicables aux projets d'investissement et permettant de conduire à la **sélection des projets** les plus avantageux ou au classement des projets envisageables (**Section 2**).*

SECTION 1 – L'APPROCHE FINANCIÈRE DES PROJETS D'INVESTISSEMENT

L'objet de la politique d'investissement peut sembler familier et évident. Cependant, dès qu'on cherche à le cerner de façon à la fois rigoureuse et opérationnelle, on se heurte à des problèmes complexes de **délimitation** et de **classement**.

A – L'IDENTIFICATION DES PROJETS D'INVESTISSEMENT

La délimitation du champ de la politique d'investissement donne lieu à des formulations plus ou moins extensives, compte tenu de la diversité des définitions voire des approches auxquelles la notion d'investissement donne lieu.

1 – L'approche comptable et juridique de l'investissement

Dans une perspective restrictive, **on considère comme investissement les seules dépenses qui se traduisent par l'acquisition de biens durables**. De façon plus précise, la notion d'investissement est alors réservée à l'acquisition ou à la constitution de nouvelles immobilisations, c'est-à-dire d'actifs corporels, financiers ou incorporels. Ainsi, l'acquisition d'une construction, d'un terrain, d'une machine, de titres de participation, d'un fonds commercial ou de brevets apparaîtraient clairement comme des opérations d'investissement.

Cette notion de l'investissement présente un double intérêt. D'une part, elle permet de superposer une vision comptable et une vision juridique de l'investissement puisqu'elle ne retient que des éléments patrimoniaux dans ces deux optiques. D'autre part, elle peut être aisément appliquée (lors de l'analyse du bilan en particulier) dans la mesure où elle présente un caractère objectif indiscutable, attesté par des écritures comptables.

Cependant, une telle acception de la notion d'investissement présente un caractère manifestement restrictif dans la mesure où elle s'interdit la prise en compte de tout investissement qui n'a pas d'incidence sur l'actif de l'entreprise ou qui ne se prête pas à une évaluation monétaire explicite. Cette vision « patrimoniale » de l'investissement exclut en effet toutes les dépenses qui augmentent le potentiel futur de l'entreprise sans affecter la valeur d'un actif particulier. Ainsi, une **campagne publicitaire** engagée pour implanter une marque ou un produit ne pourra être considérée comme un « investissement publicitaire ». Une importante **opération de formation** visant à développer durablement les qualifications et le potentiel des membres de l'entreprise ne pourra être considérée comme un « investissement en formation ». Des études et des modifications coûteuses introduites quant à l'organisation du travail, des procédures ou des services ne pourront être considérées comme des « **investissements en organisation** ».

Dans une telle perspective juridique et comptable, toute dépense qui n'entraîne pas d'incidence patrimoniale directe se trouve donc exclue du champ de l'investissement, même si elle accroît durablement le potentiel et les performances de l'entreprise. Or cette exclusion est d'autant plus gênante que des études économiques récentes permettent d'évaluer à 40 % environ la part des investissements patrimoniaux dans l'effort global

d'investissement des entreprises et de souligner ainsi le rôle déterminant des 60 % d'investissements « immatériels » qui ne se traduisent pas par l'acquisition simple d'éléments d'actif.

2 – L'approche « psychologique » de l'investissement

Alors que l'approche comptable et juridique de l'investissement privilégie la nature des éléments acquis grâce aux dépenses engagées, l'approche « psychologique » met l'accent sur l'**intention** de l'individu ou de la firme qui investit. On insiste alors sur le fait que l'investissement conduit à décaler la consommation dans le temps et on parle parfois à ce sujet d'un « choix intertemporel ».

Dans cette perspective, investir c'est donc « renoncer à des biens immédiats en l'échange de biens futurs » (J. Hirschleifer). C'est encore, selon l'expression de Pierre Massé, accepter « l'échange d'une satisfaction immédiate et certaine à laquelle on renonce, contre une espérance que l'on acquiert et dont le bien investi est le support ».

Ces formulations présentent de façon particulièrement claire les termes du « débat psychologique » auquel est soumis l'investisseur, contraint de confronter

- les ressources immédiates qu'il engage,
- les retombées futures et incertaines qu'il espère.

Mais l'approche « psychologique » reste peu explicite sur la mesure concrète des composantes de l'investissement, ce qui en fait plutôt un schéma analytique de référence que la base de méthodes opérationnelles de gestion des investissements.

3 – L'approche « monétaire » de l'investissement

Par opposition avec les deux premières approches mentionnées, la définition « monétaire » revient à considérer comme investissement **toute dépense engagée en vue d'obtenir des revenus monétaires futurs**.

Dès lors, tout décaissement immédiat susceptible d'entraîner des recettes ultérieures est supposé relever du champ de la politique d'investissement. Celle-ci connaît de ce fait une extension analytique considérable, puisqu'elle n'est plus bornée par aucun critère restrictif concernant la nature des éléments susceptibles d'être acquis.

Une définition aussi extensive de l'investissement présente l'avantage d'une extrême **simplicité** : à la limite, toute dépense peut se trouver prise en compte sans qu'il soit nécessaire d'analyser minutieusement son affectation et ses contreparties. En revanche, une telle définition dilue la notion d'investissement dans la notion de dépense et prive de tout objet propre la politique des investissements.

4 – Une définition opératoire de la politique d'investissement

En tenant compte des écueils symétriques liés à une définition trop étroite et à une définition trop large de la notion d'investissement, on proposera de délimiter le champ de la politique d'investissement grâce à la définition formulée ci-après et grâce aux remarques dont elle est assortie.

On propose tout d'abord de considérer comme inscrite dans le domaine de la politique d'investissement **toute opération consistant à engager durablement des ressources monétaires, matérielles ou humaines en vue d'accroître le potentiel et les performances de l'entreprise.**

Cette définition appelle trois observations complémentaires.

1. Elle est partiellement compatible avec les acceptions restrictives ou extensives déjà commentées. En particulier, une telle définition peut servir de support pour une évaluation strictement financière de la politique d'investissement

- si l'on mesure les ressources engagées grâce aux **flux de dépenses initiales**, explicites ou implicites, que l'opération a exigées,
- si l'on mesure les performances additionnelles et le potentiel supplémentaire induits par les opérations considérées, à l'aide des **surplus monétaires** (« cash flows ») qu'elles procurent.

Une analyse pluridimensionnelle, mettant en lumière la diversité des ressources engagées et la complexité qualitative des retombées de l'investissement, demeure cependant possible, et peut même donner lieu à une tentative d'évaluation chiffrée.

2. Dans la pratique, l'analyse financière des projets revêt une importance particulière en ce qu'elle fournit un fondement objectif pour l'application des méthodes d'évaluation des projets, même lorsque les critères financiers ne sont pas les seuls (ou les principaux) déterminants de la décision.

3. La prise en compte des caractéristiques économiques et sociales des projets d'investissement peut en outre être assurée même dans une conception plus large de l'efficacité ou de l'utilité socio-économique. Elle requiert soit un effort de quantification qui vise à dégager les « **équivalents monétaires** » des retombées qualitatives induites par les projets, soit la mise en œuvre de méthodes mixtes qui intègrent l'approche monétaire et des approches non-monétaires (quantitatives et / ou qualitatives).

B – LA PRISE EN COMPTE DES DIFFÉRENTS EFFETS DE L'INVESTISSEMENT

Compte tenu de la diversité des termes proposés pour définir la notion d'investissement, il n'est pas surprenant que l'analyse des effets induits par les projets concernés soit elle-même très disparate. Deux types de propositions peuvent cependant être retenus pour introduire une certaine clarté dans l'étude des retombées liées aux investissements. Un premier ensemble cherche à **tenir compte de l'investissement sous ses différents aspects** techniques, économiques, sociaux, financiers en proposant des critères « pluridimensionnels » d'analyse et de classification : c'est le principe retenu par les méthodes « multicritères ». Un second ensemble de propositions s'en tient au contraire à une **approche exclusivement monétaire** et se borne à classer les projets d'investissement selon la forme des échéanciers de dépenses et de revenus qu'ils occasionnent.

1 – Les analyses « multicritères »

La classification des projets d'investissement selon leurs effets abordés de façon ouverte s'appuie sur diverses nomenclatures. On présentera ici la « grille » classique pro-

posée par Joël Dean et qui met en avant **cinq critères** liés aux buts poursuivis par l'investisseur.

Figure 1 – Les principaux critères de classification des investissements

1- La source des gains attendus de l'investissement <ul style="list-style-type: none">. baisse des coûts,. expansion (augmentation de la production ou des ventes en volume),. diminution des risques,. amélioration des conditions de travail.
2 - Les effets sur la concurrence <ul style="list-style-type: none">. effets offensifs. effets défensifs
3 - La forme prise par l'investissement <ul style="list-style-type: none">. acquisition d'équipements industriels,. amélioration de la gamme,. amélioration des méthodes,. amélioration de la position sur le marché.
4 - Les relations avec le progrès technique
5 - Les incidences stratégiques

Il faut préciser que le même auteur présente une seconde grille de classification, plus synthétique, et qui conduit à distinguer :

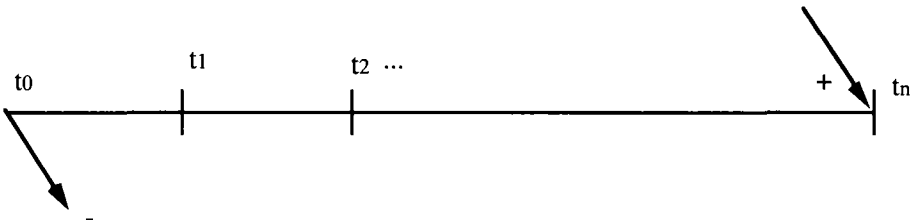
- les investissements de remplacement,
- les investissements d'expansion,
- les investissements de modernisation,
- les investissements stratégiques.

2 – Le recours à des critères exclusivement monétaires

Le recours à une analyse conduite en termes exclusivement monétaires permet de distinguer des grands types de projets définis à raison de la succession des flux monétaires qu'ils induisent. A cet égard, la grille proposée par F. et V. Lutz s'impose par sa clarté. Elle conduit à distinguer **quatre types d'investissement**.

1. Certains projets exigent une mise de fonds ponctuelle (*point input*) et suscitent un recouvrement ponctuel (*point output*).

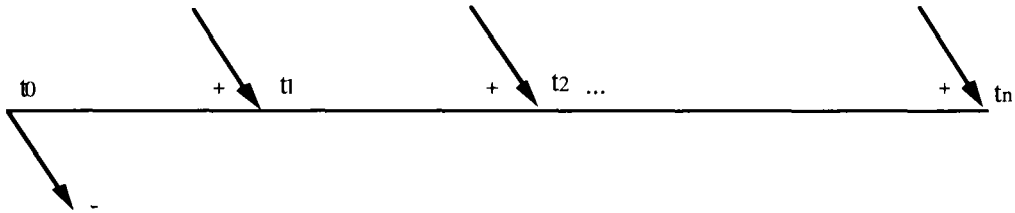
Figure 2 – Un investissement *point input* - *point output*



Des projets de ce type sont relativement rares dans l'industrie. En revanche, les activités agricoles, forestières, financières en fournissent de nombreux exemples.

2. Certains projets exigent une mise de fonds ponctuelle (*point input*), mais entraînent des recettes échelonnées (*continuous output*). De nombreuses opérations d'équipement industriel illustrent ce cas.

Figure 3 – Un investissement *point input* - *continuous output*



3. D'autres projets requièrent une mise de fonds échelonnée (*continuous input*) mais procurent des recettes ponctuelles (*point output*). Des opérations d'ingénierie, le montage d'ensembles industriels complexes livrés clés en mains, peuvent être cités en exemple pour illustrer un tel schéma.

4. Enfin, certains projets font appel à des dépenses échelonnées (*continuous input*) et suscitent des recettes également échelonnées (*continuous output*). C'est le cas pour la plupart des investissements industriels ou des investissements en infrastructure qui exigent des mises de fonds sur plusieurs années avant la mise en service, totale ou partielle, des installations concernées.

C – LES PRINCIPES D'ÉVALUATION DES PROJETS D'INVESTISSEMENT

L'appréciation des projets d'investissement ne peut être formulée que par rapport à des **critères de référence** explicites. En pratique, les directions d'entreprise tendent le plus souvent à privilégier des critères financiers dans la mesure où ces derniers :

- reflètent des objectifs et des contraintes très directement identifiables,
- et se prêtent à une application rigoureuse et efficace.

Cependant, des tentatives récentes permettent de s'orienter progressivement vers la mise au point de méthodes plus « ouvertes », dépassant la seule approche financière, et prenant en compte les effets socio-économiques des projets dans toute leur complexité.

1 – Les variables financières à prendre en compte

Les critères financiers mis en avant pour évaluer les projets d'investissement mettent en jeu :

- l'influence de ces projets sur les résultats et la rentabilité de l'entreprise,
- leur influence sur l'équilibre financier,
- leur influence sur le niveau de risque supporté par l'entreprise.

a) L'incidence des projets d'investissement sur les résultats futurs

Chaque projet d'investissement envisagé ou réalisé par l'entreprise suscite des charges et des produits, pendant sa durée de vie. Il est donc possible de calculer divers indicateurs de résultat qui permettent de mesurer sa contribution spécifique à la rentabilité globale.

Par la suite, l'appréciation du projet dans une optique de rentabilité consistera donc à confronter la **mise de fonds** initiale qu'il requiert aux **résultats futurs** qu'il est possible de prévoir (dans le cas de l'évaluation *a posteriori* d'un investissement déjà réalisé).

Dans cette perspective, deux indicateurs de résultat pourraient être en principe utilisés.

D'une part, l'évaluation du projet peut s'appuyer sur la mesure du **bénéfice comptable** résultant de la comparaison entre l'ensemble des produits et l'ensemble des charges engendrés par le projet au cours de chaque année à venir. Que ces charges donnent lieu à décaissement pour l'entreprise, ou qu'elles correspondent à des charges calculées mais non décaissées (notamment les dotations aux amortissements), elles seront imputées sur le résultat qui apparaît alors comme un **surplus de richesse** créé par le projet et non comme un surplus monétaire.

D'autre part, les **cash flows** ou « **résultats bruts** » fournissent un second type d'indications. Ils mesurent en effet le surplus monétaire dégagé par l'investissement au cours des années à venir. Ces « cash flows » prévisionnels résultent de la confrontation entre les seuls produits et charges monétaires engendrés par le projet. Ils mesurent donc le surplus monétaire additionnel imputable à ce dernier.

$\begin{array}{c} \text{« Surplus monétaire »} \\ \text{ou} \\ \text{cash flow} \end{array} = \left\{ \begin{array}{l} \text{Produits monétaires engendrés par l'investissement} \\ - \\ \text{Charges monétaires induites par l'investissement} \end{array} \right.$

Compte tenu du caractère essentiellement monétaire de la démarche mise en œuvre lors de l'analyse financière des investissements, c'est le « cash flow » qui apparaît comme l'indicateur de résultat le plus pertinent.

b) L'incidence des projets d'investissement sur l'équilibre financier

Le second critère mis en avant par l'évaluation financière des investissements concerne l'incidence de ces derniers sur la solvabilité de l'entreprise.

En premier lieu, la mise de fonds initiale requise par un projet d'investissement pour **l'acquisition d'actifs immobilisés** (équipements, véhicules, bâtiments ...) pose un problème de financement global pour l'entreprise. Elle contraint cette dernière à compenser

l'avance qu'elle effectue, soit en se procurant des ressources externes additionnelles, soit en effectuant un prélèvement sur son fonds de roulement et en acceptant une certaine détérioration de sa trésorerie.

En second lieu, l'investissement suscite, pendant toute la durée de vie un **besoin additionnel en fonds de roulement**. Ce besoin correspond aux emplois supplémentaires que l'entreprise doit constituer au titre d'une augmentation des stocks et des créances commerciales, directement imputable au projet considéré. Bien entendu, les crédits fournisseurs additionnels que l'on pourrait éventuellement obtenir viendraient réduire ce besoin de financement.

On peut alors écrire :

Besoins additionnels en fonds de roulement induits par un projet d'investissement = Δ Stock imputables à l'investissement + \rightarrow Δ Créances commerciales - \rightarrow Δ Dettes fournisseurs

Enfin, l'investissement produit lui-même une capacité de financement additionnelle représentée par les *cash flows* qu'il permet d'obtenir.

On peut donc, en principe, résumer les incidences qu'un investissement comportera sur l'équilibre financier en confrontant les ressources additionnelles et les emplois additionnels qu'ils occasionnent.

EMPLOIS ADDITIONNELS	RESSOURCES ADDITIONNELLES
. Dépenses initiales (acquisition d'immobilisations et frais annexes)	. « Cash flow » supplémentaire
. Besoins additionnels en fonds de roulement	. Récupérations sur cessions éventuelles

Il faut cependant prendre en compte les décalages temporels qui persistent entre la mise de fonds requise dès le lancement du projet et les capacités de financement additionnels que celui-ci secrète progressivement, tout au long de sa mise en œuvre. C'est pourquoi l'analyse de l'ajustement entre emplois et ressources liés à un investissement doit s'effectuer période par période, grâce à l'élaboration d'un **tableau de financement** lorsqu'on étudie *a posteriori* un projet déjà en cours ou passé. Il apparaît en revanche comme la traduction d'un **plan de financement** lorsque l'on se situe dans une perspective prévisionnelle.

c) L'incidence des projets d'investissement en termes de risque financier

Enfin, les projets d'investissement envisagés ou lancés par l'entreprise ont une incidence sur le niveau de risque qu'elle supporte. Trois types de risques peuvent être ainsi identifiés.

En premier lieu, la charge de financement additionnelle supportée et l'éventuelle ponction subie par la trésorerie peuvent menacer la solvabilité de l'entreprise. Elles exposent à

un **risque de défaillance** ou, pour reprendre la terminologie en usage dans la théorie financière, à un **risque de faillite**.

En second lieu, l'investissement accroît l'incertitude relative à l'activité et aux résultats et suscite ainsi une aggravation du **risque d'exploitation**. Ce risque spécifique est défini par rapport à la variabilité ou à l'instabilité des résultats. Il est donc doublement affecté par les nouveaux investissements qui augmentent la dispersion possible des résultats (amélioration en cas de succès, dégradation en cas d'échec) et qui tendent à augmenter les frais fixes supportés par l'entreprise (effet de levier « d'exploitation »).

Enfin, le financement additionnel, éventuellement mis en place pour couvrir les besoins induits par un projet, expose l'entreprise à un **risque financier** dont l'ampleur dépend du rapport entre le taux de rendement des actifs investis et le coût des ressources mises en œuvre.

2 – La prise en compte des variables extra-financières

Si l'évaluation financière des projets d'investissement fournit un cadre analytique rigoureux et efficace, elle n'offre qu'une vision partielle des enjeux associés à de tels projets. Elle doit être complétée par une analyse multidimensionnelle susceptible de rendre compte de la complexité des opérations envisagées.

Une telle analyse devrait d'abord mettre en lumière l'impact du ou des projet(s) étudié(s) sur chacune des grandes fonctions de l'entreprise. Elle devrait en outre dégager la cohérence entre ce ou ces projet(s) et les orientations globales de l'entreprise, que ces orientations aient donné lieu à la formulation d'une stratégie et de politiques explicites, qu'elles soient consignées dans des plans d'action précis, ou qu'elles demeurent au contraire implicites.

a) L'impact de l'investissement sur les grandes fonctions de l'entreprise

L'impact des projets étudiés sur les grandes fonctions pose à la fois un problème opératoire d'identification et de mesure, et un problème de négociation interne à l'entreprise. Selon sa nature, un projet d'une certaine importance comporte en effet des implications plus ou moins amples sur les différents aspects de la gestion.

Sur le plan commercial, un investissement tend généralement à mettre en cause la gamme de produits, les conditions de distribution, les rapports avec le réseau commercial, la politique de prix, l'image de l'entreprise et sa politique de communication.

Sur le plan de la production, l'investissement comporte des incidences sur la nature des productions ou sur le déroulement des processus productifs, sur la capacité installée, sur la productivité, sur les prix de revient, etc.

Quant à la **gestion des ressources humaines**, un projet d'une certaine importance produit des effets sur la gestion des effectifs et des qualifications, sur les conditions de travail et sur l'organisation.

Enfin, la **gestion administrative et logistique** de l'entreprise se trouve également affectée par de nouveaux investissements qui modifient la circulation des flux physiques ou des flux d'information, les procédures...

b) La cohérence de l'investissement avec les orientations stratégiques

Enfin, tout investissement doit être évalué par rapport à un critère de cohérence interne. Ce test de cohérence concerne à la fois le projet en tant que tel, et les rapports entre ce projet et les orientations majeures de l'entreprise telles qu'elles sont définies par sa politique générale et sa stratégie.

On est alors conduit à se demander si le projet d'investissement considéré contribue efficacement à la mise en œuvre de telles orientations ou si, au contraire, il n'exerce qu'une contribution négligeable voire négative sur leur affirmation.

Mais une **évaluation stratégique** des projets d'investissement n'est possible que si les orientations choisies par la direction de l'entreprise sont exprimées de façon claire et explicite.

Ces orientations concernent en premier lieu les **principes directeurs**, les lignes d'action assignées à l'activité de l'entreprise et qui permettent de définir sa politique générale. A ce niveau, la compatibilité entre un investissement et la politique générale de l'entreprise peut être appréciée assez tôt dans la procédure d'étude des projets et constitue un moyen de présélection. Parmi l'ensemble des projets envisageables, elle permet de retenir ceux qui apparaissent les plus conformes à la politique générale et qui seront alors soumis à une évaluation technico-économique approfondie.

En second lieu, tout investissement important devrait être évalué par référence aux **orientations stratégiques** arrêtées par l'entreprise. Ces orientations concernent trois options majeures. Un projet d'investissement nouveau devrait tout d'abord renforcer la présence de l'entreprise sur des productions conformes aux **choix des « couples » produits-marchés** qui correspondent aux orientations stratégiques majeures. Par ailleurs, ce projet devrait être convergent avec les options arrêtées quant au choix des **relations à établir avec les partenaires extérieurs** (fournisseurs, clients, concurrents, pouvoirs publics, ...). Enfin, il devrait être compatible avec les choix majeurs relatifs à la **structure interne de l'entreprise**.

SECTION 2 – LES CRITÈRES D'ÉVALUATION DES PROJETS D'INVESTISSEMENT

L'évaluation financière des projets d'investissement poursuit généralement deux objectifs liés à la nature de la décision à prendre. Elle vise en premier lieu à assurer une comparaison entre projets concurrents entre lesquels doit être défini un ordre de priorité : on parle alors de **décision de classement**. Elle vise en second lieu à formuler une appréciation sur la valeur intrinsèque d'un projet : on parle alors de décision **d'acceptation-rejet**.

En termes techniques, les démarches financières permettant l'évaluation des projets reposent soit sur des méthodes qui mettent l'accent sur la rentabilité moyenne des projets, soit sur des méthodes fondées sur l'actualisation.

A – LES MÉTHODES FONDÉES SUR LA RENTABILITÉ MOYENNE

1 – Le taux de rentabilité moyen

Les méthodes fondées sur la rentabilité moyenne cherchent à mesurer un ratio du type :

$$r_m = \frac{\text{Résultat moyen}}{\text{Montant moyen des capitaux engagés}}$$

Dans leur application, elles donnent lieu à des formulations variées selon l'indicateur choisi pour mesurer les résultats annuels (bénéfice comptable, excédent brut d'exploitation ou « cash flow » net) et la mesure retenue pour les capitaux engagés.

Mais si ces méthodes présentent le mérite de la simplicité, elles comportent aussi une limite essentielle. En effet, elles se réfèrent à des résultats moyens, négligeant ainsi l'instabilité éventuelle de ces résultats et le délai au terme duquel il sont dégagés (1 F de bénéfice est apprécié de la même façon, qu'il soit obtenu au bout d'un an ou de cinq ans !).

2 – Le délai de récupération

Le délai de récupération D_r est le délai nécessaire pour que l'investisseur « rentre dans ses fonds » ou reconstitue son avance initiale.

Or ce sont les *cash flows* qui, en tant que surplus monétaires, permettent une telle récupération. On peut dès lors établir :

$$D_r = \frac{\text{Coût initial de l'investissement}}{\text{Cash flow annuel moyen}}$$

Selon une variante de cette méthode, on peut également calculer le délai de récupération en comparant, à la fin de chaque année, le cash flow cumulé et le coût initial de l'investissement.

L'intérêt d'une telle méthode consiste bien évidemment dans **la prise en compte du temps, de la durée**. Cependant, c'est avec la mise au point de méthodes fondées sur l'actualisation que la prise en compte du temps s'opère de façon pleinement satisfaisante.

B – LES MÉTHODES FONDÉES SUR L'ACTUALISATION DES CASH FLOWS

1 – L'utilité de la notion d'actualisation

La démarche d'actualisation déjà présentée ci-dessus (Chapitre 9), consiste à « dater » chaque flux monétaire pour tenir compte de l'instant auquel il circule effectivement.

En premier lieu, un flux monétaire futur F_n est toujours considéré comme déprécié par rapport à un flux présent F_0 de même montant en unités monétaires, ainsi que cela a été démontré au Chapitre 9.

Cette « dépréciation du futur » tient au fait qu'une recette tardive prive le bénéficiaire des possibilités d'usage (placement, remboursement d'emprunts, investissement) que permettrait une recette immédiate.

Dès lors, on peut formuler les deux observations suivantes :

- a) $F_n < F_0$. Si les flux F_n et F_0 représentent un même montant en monnaie perçu (ou versé) à deux dates distinctes le flux le plus proche présente une valeur plus élevée.
- b) \bar{F}_0 , **valeur actuelle de F_n** est alors définie comme la somme qu'il faudrait placer aujourd'hui à un taux r , pour obtenir F_n au bout de n années ; r , le taux d'actualisation est supposé représenter le coût de capitaux à long terme tel qu'il est déterminé par le marché financier.

$$\text{D'où : } F_n = \bar{F}_0 (1 + r)^n$$

$$\Rightarrow \bar{F}_0 = \frac{F_n}{(1 + r)^n} = F_n \cdot (1 + r)^{-n}$$

- c) On observe que $\frac{1}{(1 + r)^n}$ le coefficient d'actualisation qui mesure la dépréciation des flux futurs, est d'autant plus faible que :

- r est plus élevé (puisque r est placé au dénominateur dans l'expression ci-dessus),
- n est plus élevé.

En termes économiques, la valeur actuelle d'un flux futur sera donc d'autant plus faible :

- que ce flux circule à une date plus éloignée,
- que le coût des capitaux est plus élevé.

Application n° 17 – Justification de l'actualisation

Soit un taux d'actualisation $r = 10\% = 0,10$. Une somme de 10 millions de francs perçue dans 1 an, 5 ans, 10 ans ou 30 ans présente les valeurs actuelles reprises dans le tableau 4.

Figure 4 – Valeur actuelle de $F_n = 1\,000$ francs perçus dans n années pour $r = 10\%$

$n =$	Formulation $\bar{F}_0 = F_n / (1 + r)^n$	Valeur actuelle \bar{F}_0
1	$\bar{F}_0 = 1000 / (1 + 0,10)$	$\bar{F}_0 = 1000 \times 0,909 = 909$ francs
5	$\bar{F}_0 = 1000 / (1 + 0,10)^5$	$\bar{F}_0 = 1000 \times 0,621 = 621$ francs
10	$\bar{F}_0 = 1000 / (1 + 0,10)^{10}$	$\bar{F}_0 = 1000 \times 0,386 = 386$ francs
30	$\bar{F}_0 = 1000 / (1 + 0,10)^{30}$	$\bar{F}_0 = 1000 \times 0,057 = 57$ francs

Soit une somme future de 1 000 francs perçue dans 5 ans. Selon le taux d'actualisation choisi, sa valeur actuelle prendra les valeurs reprises dans la figure 5.

Figure 5 – Valeur actuelle de F_n lorsque r varie

$r =$	Formulation $\bar{F}_0 = F_n / (1+r)^n$	Valeur actuelle \bar{F}_0
0 %	$\bar{F}_0 = 1\,000 / (1+0)^5$	$\bar{F}_0 = 1\,000 \times 1 = 1\,000$ francs
6 % = 0,06	$\bar{F}_0 = 1\,000 / (1+0,06)^5$	$\bar{F}_0 = 1\,000 \times 0,747 = 747$ francs
10 % = 0,10	$\bar{F}_0 = 1\,000 / (1+0,10)^5$	$\bar{F}_0 = 1\,000 \times 0,621 = 621$ francs
20 % = 0,20	$\bar{F}_0 = 1\,000 / (1+0,20)^5$	$\bar{F}_0 = 1\,000 \times 0,402 = 402$ francs

Figure 6 – Valeur actuelle de 1 franc
 $\bar{F}_0 = (1+i)^{-n} = 1/(1+i)^n$

VALEUR ACTUELLE de 1 Franc

	i=1%	i=5%	i=6%	i=7%	i=8%	i=9%	i=10%	i=11%	i=12%	i=13%	i=14%	i=15%	i=20%	i=30%
n=														
1	0,9901	0,9524	0,9434	0,9346	0,9259	0,9174	0,9091	0,9009	0,8929	0,8850	0,8772	0,8696	0,8333	0,7692
2	0,9803	0,9070	0,8900	0,8734	0,8573	0,8417	0,8264	0,8116	0,7972	0,7831	0,7695	0,7561	0,6944	0,5917
3	0,9706	0,8638	0,8396	0,8163	0,7938	0,7722	0,7513	0,7312	0,7118	0,6931	0,6750	0,6575	0,5787	0,4552
4	0,9610	0,8227	0,7921	0,7629	0,7350	0,7084	0,6830	0,6587	0,6355	0,6133	0,5921	0,5718	0,4823	0,3501
5	0,9515	0,7835	0,7473	0,7130	0,6806	0,6499	0,6209	0,5935	0,5674	0,5428	0,5194	0,4972	0,4019	0,2693
6	0,9420	0,7462	0,7050	0,6663	0,6302	0,5963	0,5645	0,5346	0,5066	0,4803	0,4556	0,4323	0,3349	0,2072
7	0,9327	0,7107	0,6651	0,6227	0,5835	0,5470	0,5132	0,4817	0,4523	0,4251	0,3996	0,3759	0,2791	0,1594
8	0,9235	0,6768	0,6274	0,5820	0,5403	0,5019	0,4665	0,4339	0,4039	0,3762	0,3506	0,3269	0,2326	0,1226
9	0,9143	0,6446	0,5919	0,5439	0,5002	0,4604	0,4241	0,3909	0,3606	0,3329	0,3075	0,2843	0,1938	0,0943
10	0,9053	0,6139	0,5584	0,5083	0,4632	0,4224	0,3855	0,3522	0,3220	0,2946	0,2697	0,2472	0,1615	0,0725
11	0,8963	0,5847	0,5268	0,4751	0,4289	0,3875	0,3505	0,3173	0,2875	0,2607	0,2366	0,2149	0,1346	0,0558
12	0,8874	0,5568	0,4970	0,4440	0,3971	0,3555	0,3186	0,2858	0,2567	0,2307	0,2076	0,1869	0,1122	0,0429
13	0,8787	0,5303	0,4688	0,4150	0,3677	0,3262	0,2897	0,2575	0,2292	0,2042	0,1821	0,1625	0,0935	0,0330
14	0,8700	0,5051	0,4423	0,3878	0,3405	0,2992	0,2633	0,2320	0,2046	0,1807	0,1597	0,1413	0,0779	0,0254
15	0,8613	0,4810	0,4173	0,3624	0,3152	0,2745	0,2394	0,2090	0,1827	0,1599	0,1401	0,1229	0,0649	0,0195
20	0,8195	0,3769	0,3118	0,2584	0,2145	0,1784	0,1486	0,1240	0,1037	0,0868	0,0728	0,0611	0,0261	0,0053
30	0,7419	0,2314	0,1741	0,1314	0,0994	0,0754	0,0573	0,0437	0,0334	0,0256	0,0196	0,0151	0,0042	0,0004
40	0,6717	0,1420	0,0972	0,0668	0,0460	0,0318	0,0221	0,0154	0,0107	0,0075	0,0053	0,0037	0,0007	0,0000
50	0,6080	0,0872	0,0543	0,0339	0,0213	0,0134	0,0085	0,0054	0,0035	0,0022	0,0014	0,0009	0,0001	0,0000
100	0,3697	0,0076	0,0029	0,0012	0,0005	0,0002	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

2 – La valeur actuelle nette (VAN)

a) Le principe

La VAN d'un projet d'investissement correspond à la différence entre la somme des cash flows prévisibles actualisés, et le coût initial de l'investissement.

Sa signification économique peut être énoncée dans les termes suivants.

a. Si la VAN est positive, c'est que les surplus monétaires actualisés permettent de reconstituer la mise de fonds initiale et de sécréter une richesse additionnelle. Le projet devrait donc exercer une influence favorable sur la richesse de l'entreprise et doit être accepté.

b. Si la VAN est négative, c'est que les cash flows ne permettent pas de reconstituer la mise de fonds initiale, compte tenu du temps nécessaire à leur obtention. Le projet appauvrit donc l'entreprise et devrait être rejeté.

b) Développement

Soit un projet d'investissement exigeant de l'entreprise une mise de fonds initiale F_0 et sécrétant un ensemble de « cash flows » prévisionnels $F_1, F_2 \dots F_n$, pendant sa durée de vie de n années.

Si le taux d'actualisation appliqué par l'entreprise est r , la VAN peut être formulée comme suit :

$VAN(r) = - \text{Coût initial}$

+ somme des cash flows prévisionnels actualisés

$$VAN(r) = -F_0 + \frac{F_1}{(1+r)} + \frac{F_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+r)^n}$$

ou encore :

$$VAN(r) = -F_0 + \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+r)^j}$$

c) Problèmes d'application

L'application de la méthode de la VAN se heurte à deux ensembles de difficultés.

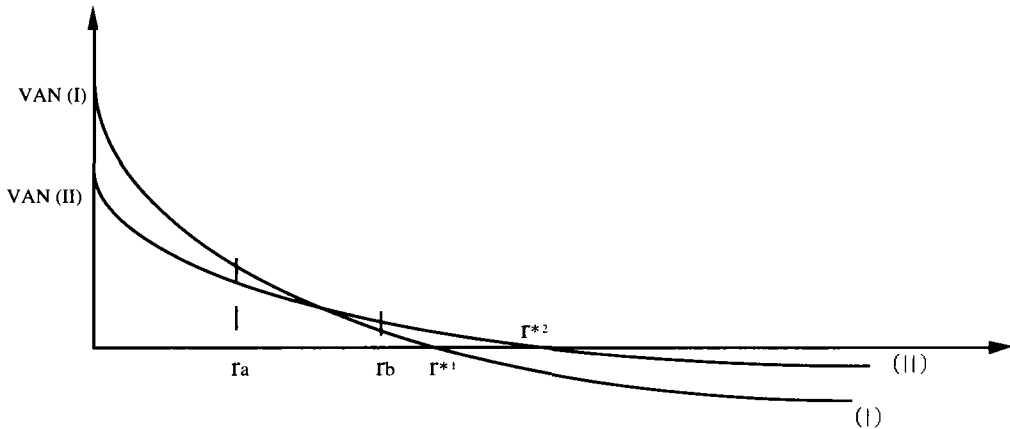
a. Une première difficulté concerne la prévision des cash flows futurs que l'on peut associer aux projets d'investissement étudiés. Elle renvoie aux incertitudes qui entachent les études techniques, économiques et commerciales préalables à l'évaluation financière de l'investissement.

b. Une seconde difficulté concerne le choix du taux d'actualisation. En effet, la méthode de la VAN est extrêmement sensible aux variations de taux d'actualisation. Le choix d'un « bon » taux s'avère donc essentiel.

La représentation graphique ci-dessous (Figure 7) permet d'illustrer clairement la portée du problème posé par le choix du taux d'actualisation.

Soient deux projets (I) et (II) dont on cherche à comparer les VAN. Compte tenu du principe même de l'actualisation, la VAN décroît lorsque le taux d'actualisation retenu augmente.

Figure 7 – La sensibilité de la VAN aux variations du taux d'actualisation



D'après la représentation proposée, le classement des deux projets varie manifestement selon le taux d'actualisation retenu.

– Si on calcule les VAN au taux r_a , le projet I secrète une VAN supérieure :

$$\Rightarrow \text{Pour } r_a : \text{Van (I)} > \text{VAN (II)}$$

– Si on calcule les VAN au taux r_b , le projet II s'avère au contraire préférable :

$$\Rightarrow \text{Pour } r_b : \text{Van (II)} > \text{VAN (I)}$$

Ainsi, selon le taux d'actualisation retenu pour évaluer la VAN des deux projets, on parvient à des classements contradictoires. Cette sensibilité de la méthode au taux d'actualisation choisi semble introduire un risque majeur d'arbitraire quant au choix du taux d'actualisation. Heureusement, le choix de ce taux s'appuie sur une référence claire : le taux d'actualisation doit être retenu non à raison d'un choix discrétionnaire de l'entreprise, mais par référence, **au coût des ressources** qui fournit ainsi un fondement objectif à l'application de la méthode.

3 – Le taux interne de rentabilité (TIR)

Le TIR correspond au taux d'actualisation r^* qui permet d'annuler la VAN.

Soit :

$$\text{Pour } r^*, F_0 = \frac{F_1}{(1+r)} + \frac{F_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+r)^n}$$

Ainsi, sur le graphique présenté ci-dessus (voir Figure 7), les points r^{*1} et r^{*2} représentent précisément les TIR des projets I et II.

Ce taux correspond au coût maximum que l'entreprise pourrait supporter sur son financement pour que l'investissement demeure avantageux. Le TIR doit donc être interprété par comparaison avec le coût moyen pondéré des ressources (CMP) de l'entreprise.

- Si $r^* > \text{CMP}$, l'investissement peut être justifié, puisque son taux de rendement permet de compenser le coût du financement qu'il requiert.
- Si $r^* < \text{CMP}$, l'investissement devrait être rejeté puisqu'il ne permet pas de compenser le coût des ressources qui assurent son financement.

CONCLUSION

La politique d'investissement doit s'appuyer sur des critères et des méthodes complexes, compte tenu des enjeux associés aux projets qu'elle met en œuvre.

Parmi ces critères et ces méthodes, ceux proposés par l'analyse financière apportent une indication précise, claire mais partielle. Les conclusions d'une appréciation conduite par les financiers ne peuvent à elles seules emporter la décision des responsables, confrontés à des choix qui engagent l'avenir. Mais du moins fournissent-elles une indication de référence qui devra être confrontée à d'autres indications, qualitatives ou quantitatives, développées par les autres spécialistes de l'entreprise. Ainsi, les responsables commerciaux, les cadres de production, les responsables de la gestion du personnel, les fiscalistes pourront faire valoir leurs points de vue qui peuvent converger avec ceux des financiers, mais qui peuvent aussi diverger avec leurs conclusions. En fin de compte, c'est alors à la direction générale qu'il reviendra d'arbitrer, soit pour tirer les conséquences d'indications convergentes, soit pour trancher entre des indications qui conduiraient à des conclusions divergentes.

Étude de cas n° 7 - Les Établissements Tisbe

Les établissements Tisbe sont une entreprise de confection. Après plusieurs années de développement commercial qui leur avaient permis de passer d'un stade artisanal à une organisation industrielle, ses dirigeants étaient soucieux de renouveler l'équipement des ateliers pour améliorer la capacité et la productivité. Après la consultation de plusieurs fournisseurs, Monsieur Tisbe avait sélectionné deux propositions qui semblaient répondre de façon satisfaisante aux besoins de l'entreprise, pour un coût initial sensiblement égal de 60 000 000 francs dans les deux cas.

Les incidences financières majeures de ces projets sont présentées dans le tableau ci-après.

		Proposition N° 1	Proposition N° 2
Coût initial		60 000 000	60 000 000
Marge brute	1	20 000 000	10 000 000
d'autofinancement (ou « cash flow net »)	2	20 000 000	10 000 000
des années	3	20 000 000	30 000 000
	4	20 000 000	40 000 000

Comparer ces deux projets en appliquant les critères d'appréciation suivants :

- . rentabilité moyenne
- . délai de récupération
- . valeur actuelle nette au taux de 10 % puis de 20 %
- . taux interne de rentabilité.

On précise que le coût initial correspond à des dépenses d'acquisition d'immobilisations amortissables sur quatre ans.

a) La méthode de la rentabilité moyenne

D'après le critère de rentabilité moyenne, les projets envisagés doivent être comparés sur la base de leur taux de rentabilité moyenne r_m

$$r_m = \frac{\text{Bénéfice net moyen}}{\text{Capitaux engagés}}$$

Ici le bénéfice annuel peut être mesuré à partir de l'application de la relation suivante :

Marge brute d'autofinancement (MBA) = Résultat net (RN)

+ Dotations aux amortissements et provisions (DAP)

$$\Rightarrow RN = MBA - DAP$$

Le coût initial étant amorti sur quatre ans, on parvient au développement présenté dans le tableau suivant (milliers de francs) :

Année	Proposition n° 1 Résultat net	Proposition n° 2 Résultat net
1	20 000 - 15 000 = 5 000	10 000 - 15 000 = - 5 000
2	5 000	10 000 - 15 000 = - 5 000
3	5 000	30 000 - 15 000 = 15 000
4	5 000	40 000 - 15 000 = 25 000
Moyenne en milliers de francs	Résultat net moyen = 5 000	Résultat net moyen = 7 500
r_m	$r_m = \frac{5\,000}{40\,000} = 0.125$ $rm = 12.5 \%$	$r_m = \frac{7\,500}{40\,000} = 0.1875$ $rm = 18.75 \%$
Classement	Proposition n° 2 > Proposition n° 1	

b) La méthode de délai de récupération

Le délai nécessaire à la récupération de la mise de fonds est évalué selon deux méthodes qui peuvent s'avérer légèrement divergentes.

D'une part, l'entreprise récupère sa mise de fonds sur le surplus monétaire que la mise en œuvre des projets permettra de dégager. Or ce surplus est mesuré par la marge brute d'autofinancement (ou cash flow net). En conséquence, le délai de récupération peut être obtenu en comparant la MBA annuelle moyenne à la mise de fonds initiale :

$$d_r = \frac{\text{Coût initial}}{\text{MBA annuelle moyenne}}$$

d_r mesure ainsi le nombre d'années nécessaire pour que les surplus monétaires engendrés par chaque investissement permettent de reconstituer les fonds engagés lors de son lancement.

(milliers de francs)

MBA moyenne sur 4 ans	$\frac{80\,000}{4} = 20\,000$	$\frac{90\,000}{4} = 22\,500$
d_r	$d_r = \frac{60\,000}{20\,000} = 3 \text{ ans}$	$d_r = \frac{60\,000}{22\,500} = 2,66 \text{ ans}$
Classement	Proposition n° 2 > Proposition n° 1	

Une seconde méthode de calcul du délai de récupération consiste à comparer, année après année, le coût initial et les surplus cumulés dégagés par chaque projet afin de déterminer avec précision le moment auquel la récupération sera totalement assurée.

MBA	1	20 000	10 000
cumulée	2	40 000	20 000
au	3	60 000	50 000
terme de	4	80 000	90 000
n années			
délai de récupération		dr = 3 ans	dr = 3 ans 40 jours * * 40 = $\frac{10\,000}{90\,000} \times 360$
Classement	Proposition n° 1 > Proposition n° 2		

On observe ainsi un décalage sensible entre les deux méthodes qui conduisent à un classement contradictoire des deux projets. La seconde méthode qui « suit » de façon plus serrée le déroulement du processus de récupération des surplus monétaires apparaît de ce fait plus fiable. C'est la raison pour laquelle les indications qu'elle fournit devraient être privilégiées ici.

c) La valeur actuelle nette (VAN)

La valeur actuelle de chaque projet est égale à la différence entre la somme des revenus monétaires (« marges brutes d'autofinancement » ou « cash flows ») actualisés dégagés par l'investissement et le coût initial qu'il requiert.

Comparaison des VAN avec t = 10 %

Année	Proposition n° 1 Marges brutes d'autofinancement en francs courants	(Cash flows) en valeurs actualisées au taux de 10 % **
0 *	- 60 000 000	- 60 000 000 x 1/(1,10) ⁰ = 60 000 000
1 *	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,10) ¹ = 18 180 000
2 *	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,10) ² = 16 520 000
3 *	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,10) ³ = 15 020 000
4 *	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,10) ⁴ = 13 660 000
	Total = VAN _I (10 %)	- 60 000 000 + 63 380 000 = 3 380 000

Année	Proposition n° 2 Marges brutes d'autofinancement en francs courants	(Cash flows) en valeurs actualisées au taux de 10 % **
0 *	- 60 000 000	- 60 000 000 x 1/(1,10) ⁰ = 60 000 000
1	+ 10 000 000	+ 10 000 000 x 1/(1,10) ¹ = 9 090 000
2	+ 10 000 000	+ 10 000 000 x 1/(1,10) ² = 8 264 000
3	+ 30 000 000	+ 30 000 000 x 1/(1,10) ³ = 22 530 000
4	+ 40 000 000	+ 40 000 000 x 1/(1,10) ⁴ = 27 320 000
	Total = VAN _{II} (10 %)	- 60 000 000 + 67 212 000 = + 7 204 000

* Mise de fonds initiale.

** Les coefficients d'actualisation $[1/(1 + i)^n]$ ont été arrondis à la troisième décimale.

En résumé, on peut donc écrire :

<u>pour $r = 10\%$</u>
$VAN_I = + 3\,380\,000$ francs
$VAN_{II} = + 7\,204\,000$ francs
$\Rightarrow VAN_{II} > VAN_I$
\Rightarrow Classement : <i>Projet 2 > Projet 1</i>

Comparaison des VAN avec $r = 20\%$

Année	Proposition n° 1 Marges brutes d'autofinancement en francs courants	(Cash flows) en valeurs actualisées ($r = 20\%$) **
0	- 60 000 000	- 60 000 000 x 1/(1,20) ⁰ = - 60 000 000
1	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,20) ¹ = + 16 666 000
2	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,20) ² = + 13 880 000
3	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,20) ³ = + 11 580 000
4	+ 20 000 000	+ 20 000 000 x 1/(1,20) ⁴ = + 9 640 000
	Total = VAN _I (20 %)	- 60 000 000 + 51 766 000 = - 8 234 000

Année	Proposition n° 2 Marges brutes d'autofinancement en francs courants	(Cash flows) en valeurs actualisées ($r = 20\%$) **
0 *	- 60 000 000	$- 60\,000\,000 \times 1/(1,20)^0 = - 60\,000\,000$
1	+ 10 000 000	$+ 10\,000\,000 \times 1/(1,20)^1 = + 8\,330\,000$
2	+ 10 000 000	$+ 10\,000\,000 \times 1/(1,20)^2 = + 6\,940\,000$
3	+ 30 000 000	$+ 30\,000\,000 \times 1/(1,20)^3 = + 17\,370\,000$
4	+ 40 000 000	$+ 40\,000\,000 \times 1/(1,20)^4 = + 19\,280\,000$
	Total = VAN_{II} (20 %)	$- 60\,000\,000 + 51\,920\,000 = - 8\,080\,000$

* Mise de fonds initiale.

** Les coefficients d'actualisation ont été arrondis à la troisième décimale.

En résumé, on peut donc écrire :

pour $r = 20\%$

$VAN_I = - 8\,234\,000$ francs

$VAN_{II} = - 8\,080\,000$ francs

$\Rightarrow VAN_{II} > VAN_I$

\Rightarrow Classement : *Projet 2 > Projet 1*

d) Le taux interne de rentabilité (TIR)

Le taux interne de rentabilité représente le taux d'actualisation qui permettrait d'annuler la VAN, c'est-à-dire d'égaliser le coût initial des projets et la valeur actuelle de leurs « cash flows » prévisionnels.

Le calcul du TIR est devenu aisé à l'aide d'une calculatrice programmable ou pré-programmée ou encore à l'aide d'un ordinateur.

Le calcul non automatisé demeure cependant possible. Il consiste à rechercher, par approximations successives le taux qui permet d'annuler la VAN de chaque projet. Dans le cas étudié, on dispose déjà d'un « cadrage » grossier de ce taux r_0 .

I	II
$VAN(10\%) = 3\,380\,000$	$VAN(10\%) = + 7\,212\,000$
$VAN(20\%) = - 8\,234\,000$	$VAN(20\%) = - 8\,080\,000$
-----	-----
$10\% < r_0 < 20\%$	$10\% < r_0 < 20\%$

Pour resserrer la détermination du TIR, on procède par tâtonnements à des calculs de VAN, par exemple, avec un taux d'actualisation de 11 % à 14 % pour I et un taux de 15 ou 16 % pour II.

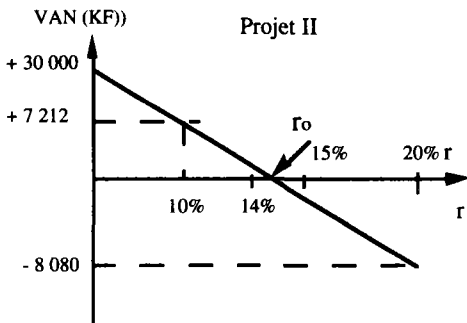
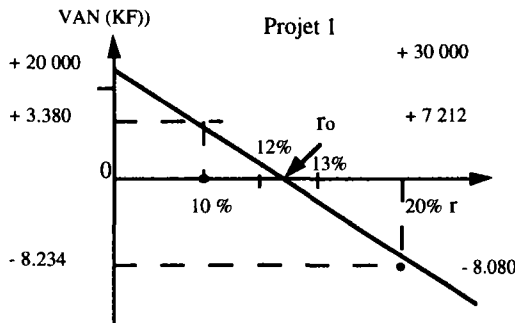
Projet 1 (résultats arrondis) :

$VAN (11 \%)$	$= + 2\,049\,000$
$VAN (12 \%)$	$= + 747\,000$
$VAN (13 \%)$	$= - 510\,000$
$VAN (14 \%)$	$= - 1\,726\,000$

Projet 2 (résultats arrondis) :

$VAN (13 \%)$	$= + 2\,005\,000$
$VAN (12 \%)$	$= + 399\,000$
$VAN (13 \%)$	$= - 1\,147\,000$
$VAN (14 \%)$	$= - 2\,636\,000$

Les résultats des calculs confirment bien que la VAN est une fonction décroissante du taux d'actualisation et permettent de situer le taux qui l'annule, c'est-à-dire le TIR, entre 12 % et 13 % pour le projet 1 et entre 14 % et 15 % pour le projet 2.



Enfin, le TIR peut être déterminé par interpolation linéaire.

Pour le projet 1 :

$$VAN (12 \%) = + 747\,000$$

$$VAN (13 \%) = - 510\,000$$

$$\Rightarrow \Delta r = + 1 \% \Rightarrow \Delta VAN = - 1\,257\,000$$

$$\Rightarrow r_o = 12 \% + \frac{747}{1257} \% = 12 \% + 0,594 \%$$

$$\Rightarrow r_o = 12,59 \%$$

Pour le projet 2 :

$$VAN (14 \%) = + 399\,000$$

$$VAN (15 \%) = - 1\,147\,000$$

$$\Rightarrow \Delta r = + 1 \% \Rightarrow \Delta VAN = - 1\,546\,000$$

$$\Rightarrow r_o = 14 \% + \frac{399}{1546} \% = 14 \% + 0,258 \%$$

$$\Rightarrow r_o = 14,26 \%$$

En termes comparatifs :

$$TIR_I = 12,59 \%$$

$$TIR_{II} = 14,26 \%$$

$$\Rightarrow \text{Classement : } \text{Projet 2} > \text{Projet 1}$$

e) Synthèse et conclusion

Critère	Proposition 1	Proposition 2	Classement
Rentabilité moyenne	$r_m = 12.5 \%$	$r_m = 18.75 \%$	(2) > (1)
Délai de récupération d'après les MBA moyennes	$d_r = 3$ ans	2, 66 ans	(2) > (1)
d'après les MBA cumulées	$d_r = 3$ ans	3 ans 40 jours	(1) > (2)
VAN (10 %)	+ 3 380 000	+ 7 212 000	(2) > (1)
VAN (20 %)	- 8 234 000	- 8 080 000	(2) > (1)
TIR	$r_o = 12.59 \%$	$r_o = 14.26 \%$	(2) > (1)

En fin de compte, l'ensemble des critères utilisés font ressortir la supériorité du projet n° 2 sur le projet n° 1, à l'exception du critère du délai de récupération, lorsque ce délai est calculé sur la base des cash flows cumulés. Cette supériorité est due au fait que la proposition II est avantagée par le montant élevé des surplus monétaires qu'elle dégage. Bien sûr, ce projet est handicapé par le caractère tardif des rentrées de fonds, surtout sur la troisième et la quatrième année. Ce handicap rend sa VAN plus « sensible » à l'augmentation du taux d'actualisation. Ainsi quand r augmente de dix points, passant de 10 % à 20 %, la VAN (II) « perd » 15 292 000 francs (de + 7 212 000 à - 8 080 000) alors que la VAN (I) ne « perd » que 11 614 000 francs (de + 3 380 000 à 8 234 000). Mais, pour des taux d'actualisation inscrits dans la « fourchette » retenue pour cette application, ce handicap est compensé par le surcroît de cash flow dégagé et permet au projet de confirmer sa supériorité. On peut vérifier que, pour des taux d'actualisation supérieurs à 20 %, la faiblesse du projet 2 s'affirme cependant et permet d'observer deux projets dont la VAN est de toute façon négative.

Chapitre 11

Les décisions relatives à la trésorerie

*Le domaine de la gestion de trésorerie englobe un ensemble de décisions et d'opérations que les entreprises arrêtent dans une perspective d'**ajustement à court terme**.*

*Alors que les décisions d'investissement et de financement à terme engagent durablement l'avenir et se prêtent à un effort de préparation rationnel et volontariste (même si les réalisations effectives divergent le plus souvent par rapport aux projets initialement préparés), la gestion de la trésorerie présente plutôt un **caractère adaptatif et réactif**.*

Pourtant, ce caractère adaptatif n'implique ni passivité ni improvisation de la part des responsables de la trésorerie. Il signifie seulement que leurs initiatives financières, prises au jour le jour, s'inscrivent dans un cadre très largement déterminé par les évolutions souvent imprévisibles de l'environnement et par de multiples décisions internes arrêtées par l'ensemble des fonctions de la gestion de l'entreprise. Ainsi, la gestion de la trésorerie se trouve manifestement influencée par les décisions d'investissement et de financement à terme, mais aussi par les décisions techniques, commerciales, organisationnelles qu'arrêtent des responsables placés à des niveaux hiérarchiques différents et rattachés à toutes les fonctions de l'entreprise.

*Dans ces conditions, le suivi et la prévision des mouvements de trésorerie exigent une analyse fixe des recettes et des dépenses liées à l'ensemble des activités de l'entreprise. Cette analyse est conduite dans le cadre de la préparation et du contrôle des **budgets de trésorerie** (Section I).*

Le suivi et le contrôle des flux de trésorerie permettent de faire apparaître la nécessité de mesures correctives, destinées à faire face aux déséquilibres présents ou futurs éventuellement mis en évidence.

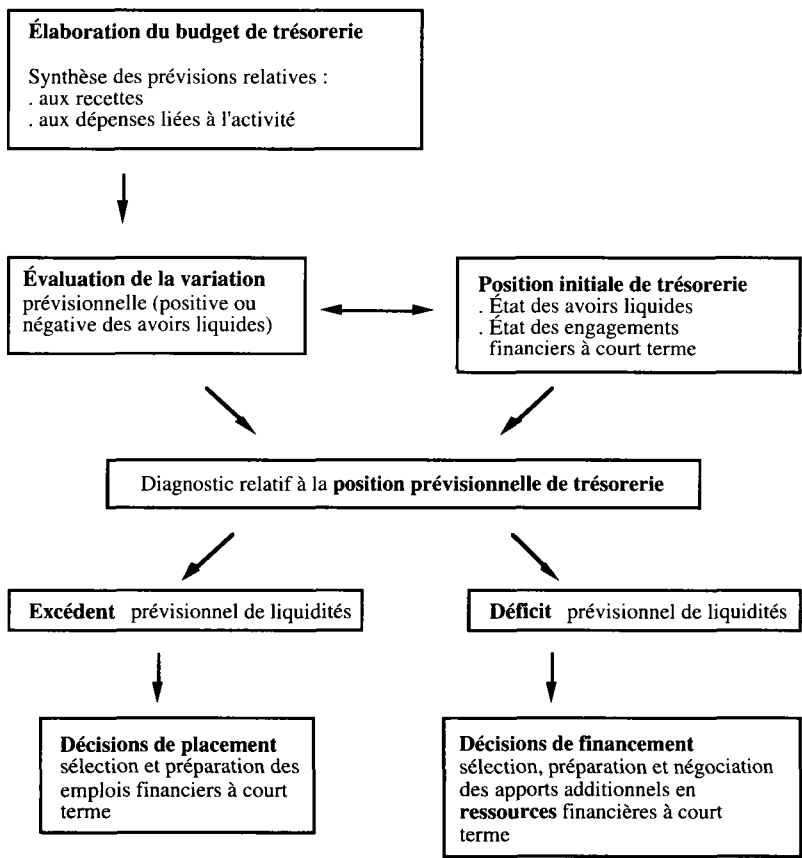
Ainsi, d'importantes sorties nettes de fonds, observées ou prévues, font planer la menace d'un déficit de trésorerie et peuvent conduire à **rechercher des sources de financement** transitoires qui permettent d'assurer l'ajustement des opérations financières à court terme. Inversement, le constat ou l'anticipation de recettes nettes abondantes peut laisser prévoir des excédents de liquidité dont il faut alors préparer l'engagement dans des **opérations de placement**, plutôt que de les laisser « dormir » sur des comptes à vue improductifs (Section 2).

SECTION 1 – LA PRÉVISION ET LE CONTRÔLE DES BUDGETS DE TRÉSORERIE

Le budget de trésorerie constitue un ensemble de prévisions relatives aux recettes et dépenses prévisibles à court terme, compte tenu des activités et des projets de l'entreprise.

L'élaboration d'un tel budget devrait être un préalable à toute décision concrète relative à la recherche de moyens de financement ou au placement d'excédents de liquidités à court terme (figure 1).

Figure 1 – La séquence des démarches et décisions relatives à la trésorerie



A - LA PRÉVISION DES RECETTES ET DES DÉPENSES

L'élaboration du budget de trésorerie repose sur l'établissement d'un échéancier prévisionnel des recettes et dépenses relatives à l'exercice à venir. La plupart des entreprises qui élaborent un tel budget préparent donc une **prévision des flux mensuels** couvrant généralement une période de 12 mois à venir. Cette première série de **prévisions mensuelles à court terme** (un an) peut être complétée par une seconde série de **prévisions à très court terme**. Celles-ci visent alors à anticiper la position de trésorerie par jour, par semaine ou par décade, sur une période de un à trois mois.

Figure 2 – La précision des différentes prévisions de trésorerie

Démarches de prévision	Précision recherchée
Budget de trésorerie	Échéancier des recettes et dépenses prévisibles · mois par mois · sur une période à venir couvrant jusqu'à 12 mois.
Position prévisionnelle de trésorerie	Échéancier de recettes et dépenses prévisibles · par jour, par semaine ou par décade · sur une période à venir de 1 à 3 mois.

1 – Les obstacles rencontrés
dans l'élaboration des prévisions de trésorerie

L'élaboration de ces prévisions rencontre deux ensembles majeurs d'obstacles.

a) *Les difficultés générales inhérentes aux prévisions de gestion.*

Une première série d'obstacles a trait aux difficultés générales inhérentes à toutes les prévisions de gestion.

En effet la prévision socio-économique n'est pas une science exacte et aucune méthode, aussi rigoureuse soit-elle, ne donne une garantie absolue de précision sinon d'exactitude. Aussi les responsables d'entreprise qui cherchent à anticiper l'évolution future des activités dont ils ont la responsabilité n'ont-ils qu'une certitude : celle de commettre des erreurs de prévision.

En matière de gestion, l'effort prévisionnel se trouve entaché d'une double incertitude. D'une part, les évolutions de l'environnement socio-économique qui influencent les activités de chaque entreprise soulèvent des problèmes complexes d'anticipation. Si les variables de conjoncture économique peuvent encore donner lieu à un effort de modélisation assez nettement circonscrit, les variables sociales, politiques et culturelles peuvent préserver des surprises radicales au prévisionniste. C'est ainsi que des faits aussi marquants que des conflits sociaux, des changements de régime, le déclenchement de conflits armés nouveaux, l'évolution de conflits ou de négociations en cours peuvent bouleverser le cadre des activités industrielles et commerciales sans avoir pu être anticipées par les systèmes de gestion prévisionnelle, plus ou moins élaborés, mis en place par les entre-

prises. D'autre part, même lorsque les évolutions globales de l'environnement socio-économique peuvent être correctement anticipées, l'appréciation de leur **impact spécifique sur chaque entreprise** demeure particulièrement délicate.

Mais, même si la prévision constitue un exercice aventureux, les entreprises sont contraintes de s'y livrer, chaque fois qu'elles préparent des décisions qui engagent l'avenir. Même s'ils sont certains de commettre des erreurs de prévisions, les gestionnaires sont condamnés à un effort d'anticipation lorsqu'ils lancent un investissement, un nouveau produit, une campagne publicitaire, un nouveau procédé de fabrication ou un effort de formation du personnel.

Ces démarches prévisionnelles, vouées à l'inexactitude, peuvent paraître vaines si on considère que leur objectif concerne la formulation d'anticipations exactes sur les activités futures de l'entreprise. Mais leurs objectifs réels sont autres. Les prévisions de gestion ont d'abord pour but de **conduire les responsables à un effort de réflexion critique et de vigilance**, dans la préparation de tout projet. Par suite, elles visent à **préparer des moyens de protection (de « couverture ») et à susciter des réactions adaptatives** pour le cas où les évolutions effectives seraient très différentes des évolutions prévues. En particulier, le développement des logiciels de gestion de la trésorerie permet d'effectuer des **simulations** correspondant à la réalisation des différentes hypothèses d'évolutions envisageables ; les responsables peuvent alors concrétiser les implications financières de ces différents scénarios, réaliser des **tests de sensibilité** sur la réaction des variables-clés à ces scénarios et se préparer à prendre les mesures requises par l'évolution réelle qui sera constatée.

b) Les difficultés techniques propres aux prévisions de trésorerie

Outre les difficultés générales rencontrées par tout effort de prévision en gestion, l'anticipation des flux de trésorerie comporte également des difficultés techniques spécifiques. La gestion de la trésorerie cherche en effet à jouer sur **les décalages de règlement** favorables ou défavorables, entraînés par les opérations de l'entreprise. La prévision de ces décalages constitue donc un des problèmes techniques essentiels que les trésoriers doivent affronter.

2 – La prévision des flux des recettes et des dépenses

La prévision des flux monétaires repose sur un classement de ces mouvements qui permet de dissocier

- les recettes et les dépenses,
- les flux liés à l'activité d'exploitation et ceux liés aux autres opérations de l'entreprise.

L'application conjointe de ces deux critères de classement permet de dégager la structure d'ensemble du budget de trésorerie (figure 3).

Figure 3 – Le classement des flux prévisionnels de trésorerie

Domaines d'activité concernés	Nature des flux de trésorerie	
	Recettes (+)	Dépenses (-)
Opérations d'exploitation	Recettes sur opérations d'exploitation . Ventes...	Dépenses sur opérations d'exploitation . Achats . Frais de personnel . Impôts et taxes...
Opérations hors exploitation	Recettes sur opérations hors exploitation . Augmentation de capital . Emprunts . Cessions...	Dépenses sur opérations hors exploitation . Investissements . Remboursements...

a) La prévision des recettes et dépenses d'exploitation

Les flux d'exploitation sont liés aux opérations relevant de l'activité de production, d'approvisionnement et de vente.

Les flux de recettes sont principalement fournis par les ventes de marchandises, de services et de produits finis. Ces flux posent deux problèmes de prévision.

En premier lieu, **la prévision des ventes** elle-même relève essentiellement d'études commerciales ; grâce a la connaissance de la clientèle et des marchés, les responsables de l'entreprise s'attachent à prévoir l'évolution des quantités vendues et des prix. En général, ces prévisions se fondent sur une extrapolation des réalisations passées ; elles présentent une fiabilité satisfaisante pour toutes les activités qui connaissent une évolution régulière ; en revanche, ces données sont plus précaires lorsqu'elles portent sur des ventes susceptibles d'être affectées par des transformations importantes imputables à l'environnement (lancement d'un nouveau produit par des concurrents, apparition d'une technologie concurrente...) ou à l'initiative de l'entreprise (opération promotionnelle visant à augmenter momentanément les ventes, modification du prix ou de la gamme...).

En second lieu, les décalages dûs aux délais de règlement accordés à la clientèle doivent également être pris en compte. Or ces délais font l'objet de pratiques relativement stables, habituelles au métier exercé ou propres à l'entreprise. Ils peuvent donc faire l'objet d'une prévision fiable. On peut alors écrire :

Recettes sur ventes du mois (J)

= Ventes du mois (j)

– crédits accordés à la clientèle au cours du mois (j)

+ Recouvrements sur des crédits accordés aux clients au cours des mois précédents

Application n° 18 – Décalages de paiement et prévision des flux d'exploitation

Les responsables de l'entreprise Antonia constatent que les délais de paiement accordés à leur clientèle se distribuent habituellement comme suit :

- . 30 % des ventes sont recouvrées au comptant
- . 20 % des ventes sont recouvrées à 30 jours
- . 50 % des ventes sont recouvrées à 60 jours

Les services commerciaux prévoient, au début de 1991, les chiffres de ventes suivants, exprimés en milliers de francs, pour la période à venir :

Janvier	1991 : 12 000
Février	1991 : 12 000
Mars	1991 : 10 000
Avril	1991 : 10 000
Mai	1991 : 14 000
Juin	1991 : 15 000
Juillet	1991 : 11 000
Août	1991 : 4 000
Septembre	1991 : 12 000

On souhaite déterminer les recettes sur ventes sur la période qui s'étend d'avril à septembre 1991.

Le tableau ci-après tient compte à la fois des montants vendus mensuellement et des délais accordés à la clientèle.

Flux observés sur le mois j	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre
Montant des ventes =	10 000	14 000	15 000	11 000	4 000	12 000
Recouvrements						
RV (j) = 0,3 x V (j)	3 000	4 200	4 500	3 300	1 200	3 600
RV (j - 1) = 0,2 x V (j - 1)	2 000	2 000	2 800	3 000	2 200	800
RV (j - 2) = 0,5 x V (j - 2)	6 000	5 000	5 000	7 000	7 500	5 500
$\Sigma = RV =$	11 000	11 200	12 300	13 300	10 900	9 900

L'illustration ci-dessus permet de souligner l'intérêt d'une prise en compte des décaissements introduits par des délais accordés à la clientèle, entre les ventes du mois j $\{V(j)\}$ et les recouvrements sur ventes $\{RV\}$.

Les flux de dépenses liés à l'exploitation sont occasionnés par l'engagement de charges. Comme on l'a déjà souligné, seules les « charges monétaires », susceptibles d'être décaissées doivent être ici prises en considération. Elles correspondent par exemple aux achats de marchandises, de matières premières, de fournitures et d'autres consommations intermédiaires, aux charges de personnel, aux impôts et taxes liés aux opérations de vente (taxes sur le chiffre d'affaires ou taxe à la valeur ajoutée, selon les pays), aux prestations de service effectuées par des partenaires extérieurs... En revanche, certaines charges d'exploitation ne donnent pas lieu à décaissement mais à l'évaluation comptable du coût correspondant à la dépréciation d'éléments de l'actif (dotations aux amortissements et aux provisions pour dépréciation) ou à l'anticipation d'un risque (dotations aux provisions pour risques et charges) ; elles ne doivent donc pas être prises en compte lors de l'élaboration du budget.

La prévision de ces charges d'exploitation s'appuie sur la connaissance des pratiques commerciales, techniques, sociales de l'entreprise elle-même. Elle requiert également des informations sur le mode d'intervention de partenaires extérieurs et sur leur évolution possible.

En particulier, les prévisions relatives au coût des consommations intermédiaires exigent des anticipations sur l'évolution des prix sur certains marchés (matières premières, hydrocarbures...) et sur l'attitude des fournisseurs à cet égard. L'annonce d'un calendrier d'augmentation des prix par les organismes fournisseurs d'électricité ou par les transporteurs reste une pratique exceptionnelle et les prévisionnistes sont le plus souvent réduits à des conjectures fragiles. L'exemple des prix des hydrocarbures et en général, celui des matières premières traitées sur des marchés volatils, illustrent bien les difficultés de telles prévisions.

Par ailleurs, les prévisions relatives à l'évolution à court terme des **charges salariales** peuvent être fondées sur des indications robustes à propos des effectifs et des qualifications des salariés. En revanche, les salaires posent des problèmes d'anticipation délicats ; lorsque les pratiques contractuelles sont régulièrement appliquées par les salariés et employeurs ou lorsque ceux-ci appliquent des politiques de « gel », ou de « modération » des rémunérations, la prévision peut être « calée » sur des références stables ; en revanche, des tensions sociales et des conflits du travail, souvent imprévisibles, peuvent démentir ces mêmes prévisions.

Enfin, les décaissements liés aux charges d'exploitation doivent être prévus sur la base des **délais de règlement** dont l'entreprise peut éventuellement bénéficier de la part de ses fournisseurs, de l'État (pour les impôts et taxes) ou d'organismes de recouvrement des cotisations sociales.

b) La prévision des recettes et dépenses hors exploitation

Les opérations hors exploitation correspondent pour l'essentiel à des opérations d'investissement, de placement, de financement, ainsi qu'à des opérations spéculatives, volontaires ou involontaires. Elles peuvent également porter sur des activités exceptionnelles, génératrices de pertes ou de profits.

Pour l'essentiel, les dépenses liées aux **opérations d'investissement** et les recettes apportées par les **financements à terme** sont aisées à prévoir. Elles résultent en effet de

décisions prises par l'entreprise elle-même et font habituellement l'objet d'une certaine préparation, ce qui conduit les responsables à établir à leur sujet, un calendrier à moyen terme.

Dans le cas des recettes fournies par les opérations de **financement à court terme**, la prévision est plus risquée. Cependant, la préparation du budget vise précisément à évaluer les besoins en ressources financières à court terme : ces dernières constituent donc une des principales variables d'ajustement du budget de trésorerie et sont en général arrêtées en fonction des exigences d'un ajustement global des flux de trésorerie.

De même, certaines opérations spéculatives présentent manifestement un caractère prévisible. C'est par exemple le cas des **cessions d'actifs** décidées en vue d'obtenir des ressources qui permettront de financer des projets nouveaux (investissement, acquisition d'entreprises...) ou, plus passivement, de redresser une trésorerie en difficulté. Les cessions posent cependant des problèmes d'évaluation. Le montant procuré par la cession peut être parfois prévu grâce à la référence à des prix de marché significatifs, comme c'est le cas pour la cession d'immeubles ou d'actions ; mais même lorsqu'il existe un marché de référence, la volatilité des prix qui s'y forment peut ménager des surprises, favorables ou défavorables, pour l'entreprise. Lorsqu'il n'existe pas de marché ou lorsque ce dernier est trop étroit, les prévisions relatives aux recettes sur cessions sont entachées d'une réelle fragilité.

Enfin, de nombreux faits exceptionnels, générateurs de recettes et dépenses, soulèvent des problèmes de prévision quasiment insolubles et ne peuvent être inclus, de façon fiable, dans le budget de trésorerie. Dans ces cas, l'expérience des responsables de l'entreprise peut cependant fournir une estimation intuitive ou statistique relative à certains profits ou à certaines pertes exceptionnelles. Ainsi, dans la distribution moderne, la plupart des dirigeants de magasins à grande surface prévoient une charge exceptionnelle correspondant à « la démarque inconnue » (vols, pertes, bris...) et l'estiment à un pourcentage déterminé du chiffre d'affaires.

B – L'ÉLABORATION ET LE CONTRÔLE DU BUDGET DE TRÉSORERIE

1 – La structure du budget de trésorerie

De multiples présentations sont utilisées pour la construction des budgets de trésorerie. Elles relèvent toutes d'une structure de base résumée dans la figure 4.

Figure 4 – La structure générale des budgets de trésorerie

Flux prévisionnels	JANVIER	FÉVRIER	MARS	...	NOVEMBRE	DÉCEMBRE	FLUX ANNUELS
Recettes d'exploitation . Recettes sur ventes . Autres recettes d'exploitation (1)							
Dépenses d'exploitation Dépenses sur : . Achats . Charges externes . Charges de personnel . Impôts et taxes . Autres charges d'exploitation (2)							
A - Variation prévisionnelle de l'encaisse d'exploitation (1)-(2) (A)							
Autres recettes . Augmentation de capital . Emprunt . Cessions d'actif . Autres opérations hors exploitation (3)							
Autres dépenses . Investissements industriels . Investissements financiers . Dividendes . Remboursements d'emprunts . Autres opérations hors exploitation (4)							
B - Variation prévisionnelle de l'encaisse hors-exploitation (3)-(4)							
C - Variation globale de l'encaisse (A)+(B)							
D - Position prévisionnelle de trésorerie . En début de mois . Variation du mois \pm (C) . En fin de mois							

2 – L'utilisation du budget de trésorerie

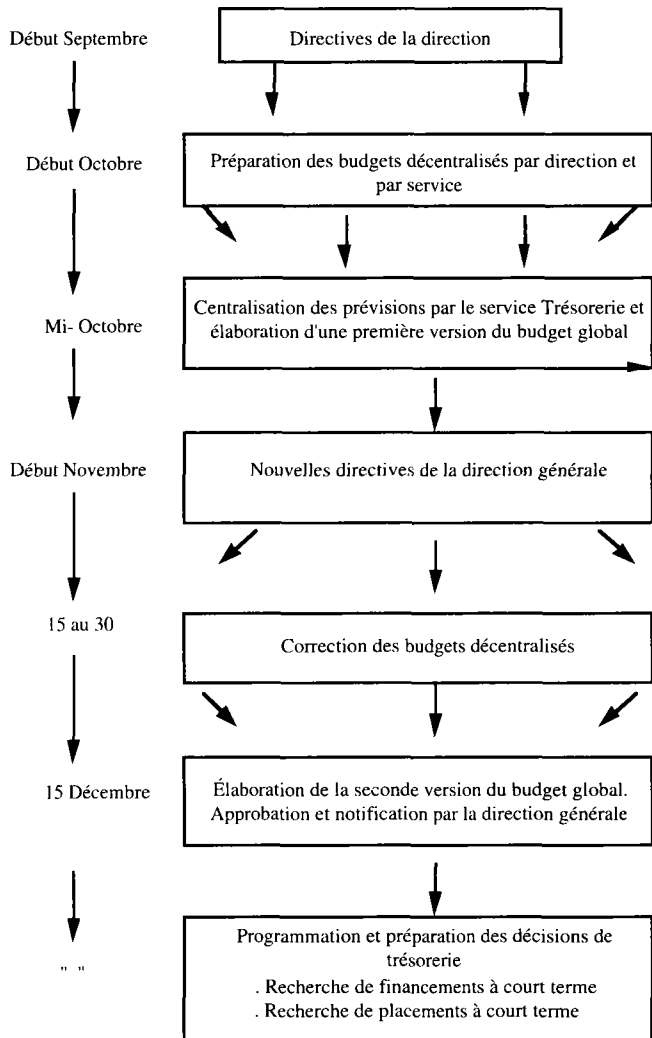
Le budget de trésorerie constitue un instrument fondamental de la gestion financière à court terme, tant dans la phase d'élaboration que dans la phase de suivi *a posteriori*.

a) L'élaboration du budget

Dans la phase d'élaboration, le budget permet de tester la cohérence de l'ensemble des évolutions prévisibles, compte tenu, à la fois des décisions préparées par l'entreprise, et des transformations de son environnement. Les projets font en effet l'objet d'une **préparation itérative**. Les responsables de la confection du budget centralisent l'ensemble des prévisions et des projets arrêtés par les gestionnaires de l'entreprise. Leur globalisation dans le cadre du budget peut conduire à constater que ces prévisions initiales s'organisent d'emblée en un ensemble cohérent et équilibré ; mais une telle hypothèse est peu probable.

En réalité, la globalisation des différentes prévisions fait généralement apparaître un risque de déséquilibre, le plus souvent parce que la réalisation simultanée de tous les projets envisagés conduirait à une dégradation insupportable de la trésorerie. Les responsables financiers proposent alors des modifications susceptibles de rétablir un équilibre prévisionnel, soit par la **modification de certains projets** (par exemple, le report de projets d'investissements trop consommateurs en liquidités ou l'accélération d'un programme de cession d'actifs), soit **par la recherche de concours externes** (par exemple, un appel à des ressources bancaires à court terme). Selon le style de gestion adopté par les dirigeants de l'entreprise, ces modifications seront imposées par la direction générale ou négociées entre cette dernière et les différents responsables de gestion. De même, le processus d'ajustement des budgets peut s'effectuer en un seul cycle ou comporter plusieurs « navettes » entre les responsables financiers chargés de préparer le budget, la direction générale et les différents cadres qui proposent des éléments de prévisions relatifs à une division, à une fonction ou à un département de l'entreprise (figure 5).

Figure 5 – Le cycle de la préparation budgétaire : un exemplaire de calendrier



Au terme de cette phase d'élaboration budgétaire, les responsables de trésorerie disposent d'un cadrage global qui leur permet de préparer et de programmer des décisions concrètes de financement ou de placement à court terme.

Soit par exemple une entreprise industrielle dont, le budget préparé pour l'année 1992 - 1993 conduit à anticiper des risques de déficit de trésorerie en décembre 1992, à cause du règlement par l'entreprise d'un « treizième mois » pour les salariés ; les responsables financiers peuvent donc prévoir plusieurs mois à l'avance qu'ils devront faire appel à des concours bancaires transitoires, pour franchir dans de bonnes conditions une période de tension sur la trésorerie. Au contraire, une entreprise prévoyant des cessions destinées à financer des investissements ultérieurs peut anticiper des excédents momentanés de liquidités et peut donc se préparer à leur trouver un placement à court terme aussi rémunérateur que possible.

La procédure d'élaboration budgétaire peut atteindre une **complexité coûteuse** lorsque l'entreprise comporte de nombreuses entités, dotées d'une certaine autonomie et

éventuellement situées à une grande distance les uns des autres. De même, **les délais** d'étude, de négociation, de décision et d'adaptation s'allongent notablement lorsque des navettes sont prévues. C'est pourquoi la procédure budgétaire doit s'efforcer de réaliser un équilibre entre la **nécessité d'une certaine décentralisation** qui permet de « coller au terrain » et d'établir des prévisions aussi réalistes que possible, la **nécessité d'un certain dialogue** entre la direction et les unités de base de l'entreprise et la **nécessité de maîtriser les coûts et les délais** de l'élaboration du budget.

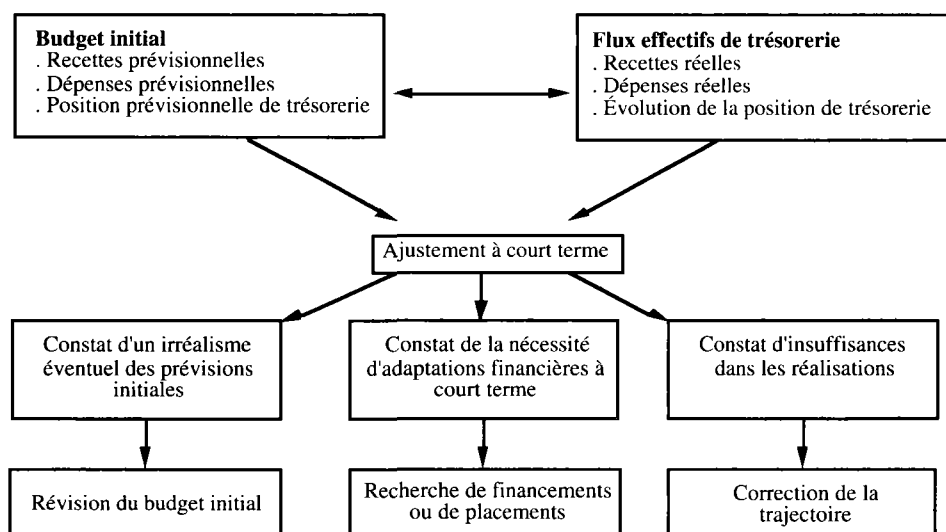
b) Le suivi et le contrôle du budget

Dans sa phase d'exécution, le budget de trésorerie constitue un instrument efficace de suivi et de contrôle de la bonne marche de l'entreprise.

La démarche de base adoptée dans cette phase de suivi consiste à comparer systématiquement les flux monétaires prévus à ceux effectivement constatés. Cette comparaison conduit rarement à constater une simple convergence entre prévision et réalisations. En général, elle permet plutôt d'observer des « dérapages » ou des « dérives » correspondant à un écart significatif entre les recettes et dépenses budgétées et les flux réels. Le **constat** de ces écarts appelle des justifications qui permettent d'en déceler les causes. Celles-ci peuvent être liées à l'insuffisance des efforts apportés à la réalisation des projets. Elles peuvent aussi être imputables à des évolutions imprévisibles de l'environnement qui ont exigé une modification sans délai des projets de l'entreprise. Elles peuvent enfin révéler des défauts du budget initial qui, sur certains points, fait preuve d'un réalisme insuffisant.

Le contrôle du budget de trésorerie débouche ainsi sur des actions adaptatives qui traduisent une réaction rapide aux évolutions observées (figure 6).

Figure 6 – Suivi et contrôle du budget de trésorerie



Étude de cas N° 8 - Les Conserveries du Dauphin

Le 15 septembre 1991, M. Hyppolyte Kane soumet à la Banque Régionale de Crédit dont il est le client régulier un dossier en vue de l'obtention d'un concours à court terme.

Selon M. Kane, les besoins de son entreprise se limitent à une enveloppe de 4 000 000 francs dont le remboursement pourrait intervenir dès le mois de Juillet 1992. Il justifie sa démarche auprès de la banque en soulignant que la situation de son affaire est profondément saine et permet de prévoir des bénéfices substantiels pour les années à venir. Le crédit demandé n'a donc pour but que d'assurer une certaine aisance à la trésorerie qui s'est trouvée quelque peu resserée, à la suite des importants efforts d'investissement consentis depuis 1988.

De fait, M. Brami, directeur de l'agence de la Banque Régionale de Crédit qui gère le compte des conserveries du Dauphin depuis près de 10 ans dispose d'informations uniformément favorables sur cette affaire et sur son propriétaire. Les comptes des dernières années faisaient apparaître des résultats positifs, en croissance régulière. L'endettement à terme est relativement restreint et se limite à un emprunt remboursable par annuités constantes jusqu'en 1995. Cet emprunt, d'ailleurs mis en place par la B.R.C, ne semble grever ni le bilan (les ratios d'autonomie financière restent très satisfaisants) ni la trésorerie (les annuités représentent entre 2 et 4 % du chiffre d'affaires annuel).

Enfin, les investissements entrepris en 1988 et 1989 ont été largement autofinancés puisque le crédit à long terme obtenu n'avait couvert que 40 % environ des emplois à long terme réalisés pendant ces deux années. Ces derniers avaient été consacrés à l'achat d'équipements divers et à un réaménagement des locaux. Les agencements et les installations frigorifiques avaient été complètement renouvelés, permettant d'améliorer la présentation des produits et d'en élargir la gamme. M. Kane espérait ainsi développer une production de plats cuisinés et pensait trouver une clientèle nouvelle qui pourrait être attirée par des spécialités traditionnelles. Les résultats commerciaux des derniers mois confirmaient largement ces prévisions et le plan devait être complété par quelques aménagements en 1992, grâce à la réalisation d'investissements additionnels pour un montant de 3 900 00 francs payables le 25 mai .

Au total, M. Brami se trouve très favorable à l'octroi d'un concours complémentaire aux conserveries du Dauphin. Il se demande seulement si un crédit à court terme suffira à améliorer durablement la trésorerie de l'entreprise, et surtout si un remboursement en juillet 1992 est réellement envisageable.

Au terme de leur entretien, et tout en faisant état de son avis favorable, M. Brami demande à M. Kane de lui fournir rapidement des éléments de prévision concernant son activité et sa trésorerie au cours de l'année 1992. Ces indications permettront, souligne-t-il, de mieux ajuster les modalités du crédit à mettre en place aux besoins réels de l'entreprise.

Le 20 septembre 1991 M. Kane remet à M. Brami un dossier prévisionnel dont les principaux éléments sont analysés ci-dessous.

Prévision des ventes

Les ventes de 1992 peuvent être estimées à 47 900 000 F environ, en tenant compte de la progression vraisemblable sur les résultats de 1991, des variations de prix et de divers aléas favorables ou défavorables. Cette prévision et les justifications dont elle est assortie paraît raisonnable à M. Brami.

Le chiffre d'affaires correspond à concurrence de 40 %, à des ventes à des détaillants réglées au comptant. Pour le reste, 60 % des ventes sont réalisées auprès de distributeurs qui règlent à 30 jours fin de mois.

M. Kane a tenté de détailler ses prévisions de ventes annuelles pour tenir compte des fluctuations saisonnières de son niveau d'activité. Il a ainsi observé, au cours des années précédentes, une nette réduction de ses ventes pendant les mois d'été et au printemps. Pendant le reste de l'année, les ventes semblent évoluer plus régulièrement, avec toutefois une « pointe » en fin d'année. Il parvient ainsi à une estimation des ventes mensuelles en 1992 :

Janvier	4 500 000	Juillet	3 400 000
Février	4 500 000	Août	- -
Mars	4 500 000	Septembre	4 200 000
Avril	4 200 000	Octobre	4 200 000
Mai	4 200 000	Novembre	4 500 000
Juin	4 200 000	Décembre	5 500 000

Par ailleurs, les ventes de novembre et décembre 1991 peuvent d'ores et déjà être estimées à 4 000 000 et 4 500 000 francs respectivement.

Prévisions relatives aux charges d'exploitation

M. Kane prévoit le règlement, au 15 mai 1992, de 3 900 000 francs correspondant à la dernière échéance des frais engagés pour la rénovation du matériel frigorifique. Cet engagement résulte des clauses du contrat signé avec l'entrepreneur chargé des travaux et agencements.

Les achats représentent environ 50 % du montant des ventes hors-taxes du mois. L'entreprise bénéficie toutefois de délais de règlement correspondant en moyenne à 2 mois d'achats.

Les charges de personnel représentent un montant de 450 000 francs mensuels de salaires et charges sociales mensuelles.

L'entreprise est locataire des locaux qu'elle occupe pour 150 000 francs de loyer mensuel. Elle acquitte par ailleurs des charges de 100 000 francs par trimestre. Celles-ci sont payables le 15 mars, le 15 juin, le 15 septembre, le 15 décembre. Ces montants sont calculés à partir des montants actuels, majorés pour tenir compte de l'évolution possible des prix.

Les Conserveries du Dauphin dispose de véhicules acquis en 1987 et 1988 et entièrement payés. Les frais mensuels liés à l'assurance, l'entretien et le carburant peuvent être estimés à 60 000 francs environ.

Les fournitures d'eau, de gaz et d'électricité sont estimées à 50 000 francs mensuels. Elles sont réglées tous les quatre mois, soit le 15 avril, le 15 août, le 15 décembre.

Les charges d'emprunt seront acquittées en deux règlements égaux intervenant le 15 mars et le 15 septembre 1992. Leur montant annuel peut être estimé à 4 600 000 francs pour l'amortissement du capital, et à 4 000 000 francs pour les intérêts.

La dotation annuelle aux amortissements se montera à 2 000 000 francs. Les Conserveries du Dauphin pratiquent l'amortissement linéaire.

L'encaisse de la société au 1^{er} janvier 1992 peut être estimée à 520 000 francs.

Remarque : Toutes les indications fournies sont exprimées hors taxes. On négligera ici les incidences fiscales du problème.

Les éléments fournis permettent d'élaborer un budget de trésorerie repris dans le tableau suivant.

Conserveries du Dauphin : Budget de trésorerie 1992

Flux prévisionnels (milliers de francs)	JANVIER	FÉVRIER	MARS	AVRIL	MAI	JUIN	JUILLET	AOUT	SEPTEMBRE	OCTOBRE	NOVEMBRE	DÉCEMBRE
Recettes d'exploitation												
• Recettes sur règlement au comptant (40% des ventes du mois j)	1 800	1 800	1 800	1 680	1 680	1 680	1 360	-	1 680	1 680	1 800	2 200
• Recettes sur ventes antérieures (60% des ventes de j - 2)	2 400	2 700	2 700	2 700	2 700	2 520	2 520	2 520	2 040	-	2 520	2 520
(1)	4 200	4 500	4 500	4 380	4 380	4 200	3 880	2 520	3 720	1 680	4 320	4 720
Dépenses d'exploitation												
Règlement des achats (de j-2)	2 000	2 250	2 250	2 250	2 250	2 100	2 100	2 100	1 700	-	2 100	2 100
• Charges de personnel	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450
• Loyers	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
• Charges locatives	-	-	100	-	-	100	100	-	100	-	-	100
• Charges diverses	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
• Fournitures	-	-	-	200	-	-	-	200	-	-	-	200
(2)	2 660	2 910	3 010	3 110	2 910	2 860	2 760	2 960	2 460	660	2 760	3 060
A - Variation de la trésorerie d'exploitation {(1)-(2)}	+ 1 540	+ 1 590	+ 1 490	+ 1 270	+ 1 470	+ 1 340	+ 1 120	- 440	+ 1 260	+ 1 020	+ 1 560	+ 1 660
Recettes hors exploitation (3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépenses hors exploitation (4)	-	-	4 300	-	3 900	-	-	-	4 300	-	-	-
B - Variation de la trésorerie hors-exploitation {(3) - (4)}	-	-	- 4 300	-	- 3 900	-	-	-	4 300	-	-	-
C - Variation de la trésorerie globale {(A)+(B)}	+ 1 540	+ 1 590	- 2810	+ 1 270	+ 2 430	+ 1 340	+ 1 120	- 440	- 3 040	+ 1 020	+ 1 560	+ 1 660
Position de trésorerie												
• En début de mois	+ 520	+ 2 060	+ 3 650	+ 840	+ 2 110	- 320	+ 1 020	+ 2 140	+ 1 700	- 1 340	- 320	+ 1 240
• Variation du mois	+ 1 540	+ 1 590	- 2 810	+ 1 270	- 2 430	+ 1 340	+ 1 120	- 440	- 3 040	+ 1 020	+ 1 560	+ 1 660
• En fin de mois	+ 2 060	+ 3 650	+ 840	+ 2 110	- 320	+ 1 020	+ 2 140	+ 1 700	- 1 340	- 320	+ 1 240	+ 2 900

Les indications du tableau 7 illustrent bien la fécondité de la méthode du budget de trésorerie. Malgré la simplicité des éléments techniques qui y sont introduits, le budget permet en effet de montrer que l'entreprise ne connaît une réelle tension sur sa trésorerie qu'à certaines périodes de l'année, compte tenu des fluctuations de son activité et de l'impact des délais de règlement. Au mois de mai et de septembre-octobre 1992, les opérations risquent de dégager un déficit, et d'exiger en conséquence un appel au financement bancaire. En revanche, ce financement devrait être inutile pendant le reste de l'année, puisque la société peut prévoir un large excédent sur au moins huit mois.

En conséquence, l'effort de prévisions et de synthèse requis par la confection du budget de trésorerie conduit à conclure sur trois recommandations.

- 1. M. Kane n'a probablement pas besoins d'un concours bancaire couvrant toute la période novembre 1991 - juillet 1992, puisqu'il connaît d'importants excédents à certains moments de cette période.*
- 2. M. Kane devrait plutôt s'orienter vers la négociation de concours bancaire de trésorerie qui interviendront « ponctuellement » aux mois de mai et septembre 1992 mais qui pourront être rapidement remboursés, limitant ainsi les charges financières supportées par la Société.*
- 3. M. Kane est sans doute en mesure de négocier le placement des excédents prévisibles qu'il peut espérer accumuler aux mois de janvier - février 1992, de juillet - août et de novembre - décembre.*

SECTION 2 – LES DÉCISIONS FINANCIÈRES À COURT TERME

L'élaboration et le suivi du budget de trésorerie permettent de préparer et mettre en œuvre des décisions financières qui portent sur la recherche de financements complémentaires à court terme en cas de déficit prévisible (§ A) et sur la recherche de placements liquides mais rémunérateurs, pour les périodes sur lesquelles un excédent peut être prévu (§ B).

A – LA MISE EN ŒUVRE DES RESSOURCES DE TRÉSORERIE

1 – La gamme des ressources financières à court terme

Les entreprises ont en principe accès à une « gamme » de ressources financières à court terme extrêmement diversifiée. Dans les faits, le choix n'est cependant ouvert que pour les entreprises qui atteignent une certaine taille, qui accumulent une expertise financière suffisante et qui, en outre, exercent leurs activités dans un environnement financier suffisamment développé.

Parmi les ressources à court terme, il convient par ailleurs de traiter séparément les **crédits liés à l'exploitation** et les **ressources à caractère financier**.

Les premiers sont obtenus par l'entreprise à l'occasion d'opérations liées à l'activité courante ; ils correspondent essentiellement à des délais de règlement accordés par les fournisseurs ou les organismes chargés de recouvrer des prélèvements obligatoires (impôts et taxes, sécurité sociale...). On peut considérer que les crédits d'exploitation n'ont pas un caractère financier puisque ces ressources sont obtenues à l'occasion d'opérations productives ou commerciales et ne constituent en fait que le « sous-produit » financier de décisions d'exploitation. C'est ce qui a conduit à les considérer non comme des sources de financement relevant de décisions autonomes, mais comme des ressources cycliques venant atténuer le poids des besoins de financement de l'exploitation ou besoins en fonds de roulement ; c'est pourquoi ils ont été abordés lors de la discussion de cette notion de BFR. Ces crédits d'exploitation ne relèvent pas directement de la gestion de la trésorerie, c'est à dire du champ des décisions financières à court terme.

En revanche, les ressources de trésorerie constituent des ressources à caractère financier, puisqu'elles sont obtenues auprès d'un agent du système financier et sur la base de procédures dans lesquelles les objectifs et les variables de décision sont essentiellement financiers. Lorsqu'une entreprise sollicite un concours de trésorerie, elle agit principalement en fonction de considérations financières : recherche d'une amélioration de la situation des liquidités, arbitrage entre ressources de coûts différents, arbitrage entre coût des ressources et rendement des actifs. Ces ressources peuvent alors lui être fournies soit par des banques ou d'autres établissements de crédit, soit par les marchés de capitaux ; elles peuvent avoir pour contrepartie un actif détenu ou acquis par l'entreprise, mais elles peuvent ainsi être fournies sans être liées à un actif quelconque.

Tableau 7 – Le classement des ressources de trésorerie

SOURCES	CONTREPARTIES	EXEMPLES
Banques et autres établissements de crédit	Financement d'un actif d'exploitation (§2 a)	. Crédits de campagne . Financement des stocks . Escompte d'effets . Affacturage
	Financement sans contrepartie directe (2b)	. Découverts . Facilité de caisse
Marchés des capitaux à court terme	Financement sans contrepartie directe (2b)	. Billets de trésorerie . Bons de caisse

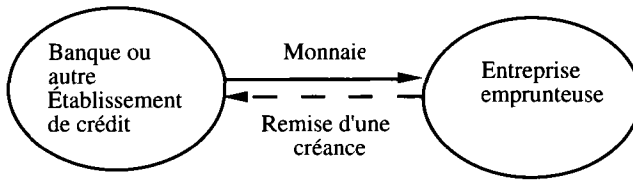
2 – Les principales techniques de financement à court terme

a) Les crédits liés au financement d'actifs d'exploitation

Les concours financiers liés au financement d'actifs d'exploitation concernent principalement les créances clients et les stocks.

La mobilisation des créances constitue sans doute la forme la plus ancienne du financement bancaire. Quelles qu'en soient les modalités, elle se traduit par un apport de monnaie par un établissement de crédit. En contrepartie, on assiste à la remise d'une créance commerciale à court terme par l'entreprise bénéficiaire (figure 8). Cependant, ce principe peut être mis en œuvre selon plusieurs procédures techniques.

Figure 8 – Principe général des crédits par mobilisation de créances d'exploitation



Dans l'**escompte d'effets**, la mobilisation ne porte que sur des effets de commerce, c'est-à-dire sur des lettres de change et des billets à ordre venant à échéance à court terme (en général à 90 jours ou moins). L'établissement de crédit permet ainsi à l'entreprise d'accélérer le processus de recouvrement de créances qu'elle détient sur sa clientèle. En contrepartie, l'entreprise qui cède ses effets perçoit en monnaie leur montant, diminué des **agios**. Ces derniers représentent donc le coût de l'opération pour le bénéficiaire et la rémunération pour le banquier prêteur. L'escompte s'analyse comme une cession d'effets ; ceux-ci sont ainsi transférés du patrimoine de l'entreprise à celui des banquiers. Cependant, un risque de non-recouvrement continue de peser sur le cédant. En cas de défaillance du débiteur émetteur de l'effet, l'entreprise qui l'a remis à l'escompte peut ainsi se voir retirer les fonds qui lui avaient été versés, à charge pour elle d'en obtenir le recouvrement. Cette forme séculaire de financement demeure largement répandue dans les pays industriels comme dans les pays en développement, à cause des avantages qu'elle procure, en termes de gestion des risques bancaires.

Le **crédit de mobilisation des créances commerciales (CMCC)** a été mis en place pour assouplir certaines contraintes liées à l'escompte classique. Alors que ce dernier ne concerne que des **effets** remis par les débiteurs (billets à ordre ou lettres de change), le CMCC s'applique à l'ensemble des créances, quelle qu'en soit la forme. Il permet donc d'accélérer la monétisation de créances pour lesquelles il n'existait pas jusqu'alors de moyen de mobilisation. Dans son principe, cette technique conduit les banquiers à remettre des fonds en contrepartie d'une enveloppe de créances **constituées** sur une période de 10 jours et dont **les échéances prévues** sont également concentrées sur une période de 10 jours.

Le **factoring** ou **affacturage** implique l'intervention d'un établissement financier spécialisé, le **facteur**. Ce dernier s'engage à acquérir régulièrement une enveloppe de créances clients acquises par l'entreprise à l'occasion de ses ventes. Un mouvement d'acquisition assure à l'entreprise bénéficiaire un flux régulier de liquidités. En outre, le risque de recouvrement est transféré au facteur, ce qui confère à l'entreprise bénéficiaire une sécurité élevée dans la gestion de son portefeuille de créances commerciales. Pour sa part, le facteur assume à la fois un service de financement et un rôle d'assurance-crédit ; son intervention est donc assortie d'une rémunération élevée.

Outre la mobilisation de créances qui se traduit par une cession d'actifs, certains crédits sont garantis par la **constitution de sûretés** protégeant le banquier prêteur. Les sûretés peuvent par exemple consister dans un **nantissement** de créances, de titres ou de stocks ; ces actifs sont alors remis au prêteur ou déposés auprès d'un intermédiaire neutre (par exemple les stocks nantis peuvent être déposés dans des magasins généraux qui attestent la réalité du dépôt). Cette formule de gage garantit au prêteur une probabilité de recouvrement plus élevée, à condition que la qualité et la négociabilité des actifs proposés en garantie soient satisfaisantes. Cependant, il serait illusoire pour le banquier d'espérer cou-

vrir son risque de crédit de façon suffisante par la prise de sûretés : l'expérience montre que leur mise en œuvre comporte le plus souvent un coût et conduit, non pas à supprimer, mais à minimiser les pertes du banquier en cas de défaillance du débiteur. C'est pourquoi l'étude préalable des dossiers de crédit et la sélection *a priori* des demandes constituent encore les moyens les plus efficaces pour contenir ces risques de recouvrement.

Enfin, sans qu'il y ait nécessairement prise de sûretés, certains financements sont directement liés à l'acquisition d'actifs d'exploitation. C'est le cas pour les crédits de financement des stocks ou pour les crédits de campagne. Ces derniers permettent à des entreprises soumises à une activité saisonnière de financer le surstockage intervenant chaque année, soit au cours de la période d'accumulation des matières premières (industries agricoles), soit au cours de la période d'accumulation de produits finis pour les entreprises dont les ventes sont concentrées sur une durée réduite.

b) Les crédits de trésorerie sans affectation précise

Alors que les instruments de financement précédemment mentionnés correspondent à des crédits « causés », liés à l'acquisition ou à la détention d'un actif précis, une seconde catégorie de ressources de trésorerie peut être obtenue sans comporter d'affectation déterminée. Ces ressources accordées par des banques présentent ainsi le caractère d'un financement global de la trésorerie de l'entreprise.

Les facilités de caisse sont des apports de monnaie inscrits sur le compte courant de l'entreprise et qui permettent à cette dernière de surmonter des difficultés transitoires de trésorerie.

Le découvert mobilisable traduit également une autorisation accordée à l'entreprise d'utiliser des fonds excédant les avoirs qu'elle détient sur son compte courant. Elle est ainsi autorisée à dégager un découvert dont le montant est limité (ou « plafonné »). Lorsque des recettes permettent de combler ce découvert et donc de rembourser le concours reçu du banquier, l'entreprise reconstitue la capacité d'emprunt que lui accorde le découvert autorisé.

c) Les émissions de titres à court terme

Dans les pays à système financier développé, les entreprises disposent enfin de la possibilité d'émettre des titres sur le marché des capitaux à court terme.

Jusqu'en 1985, l'émission de bons de caisse constituait en France la principale forme de financement à court terme sur les marchés des capitaux, pour les entreprises non financières. Depuis, l'introduction des billets de trésorerie (adaptation française du « commercial paper » déjà traité de longue date dans les pays anglo-saxons) leur a permis d'émettre également des titres sur le marché monétaire, jusqu'alors réservé aux seuls établissements de crédit. Ces billets constituent des titres négociables d'un montant minimal de 5 millions de francs et comportent des échéances de 10 jours à 2 ans. Dans la mesure où ils sont placés sur le marché monétaire, ils permettent aux entreprises qui peuvent en émettre d'emprunter à des coûts voisins de ceux supportés par les banques elles-mêmes et de réaliser une réduction significative du coût de leurs ressources. Cependant, le montant unitaire des billets et la sélectivité du marché en réservent l'usage à des entreprises de tout premier ordre, tant par la taille, que par le standing financier.

B – LA GESTION DES PLACEMENTS FINANCIERS À COURT TERME

La gestion de la trésorerie était traditionnellement orientée vers la recherche de financements. La recherche active d'opportunités de placement constitue en revanche une préoccupation récente.

Dans un passé encore proche, les excédents de liquidités apparaissant sur les comptes de l'entreprise restaient fréquemment inscrits sur des comptes courants non rémunérés pour la plupart des petites et moyennes entreprises. En revanche, les entités parvenant à dégager des excédents de montant élevé pouvaient négocier le placement de **dépôts à terme** (soit la constitution d'un « compte bloqué » sur une durée courte), ou procéder à l'acquisition de **bons du trésor**.

L'évolution financière récente a permis d'élargir les possibilités d'action des entreprises pour lesquelles la gestion de la trésorerie peut constituer une source importante de produits financiers.

D'une part, la gamme des instruments de placement s'est élargie grâce à de multiples innovations introduites dans les économies à système financier développé. L'achat de billets de trésorerie ou de certificats de dépôts émis par des emprunteurs sur le marché monétaire permet d'acquérir des titres négociables que l'entreprise pourra rétrocéder en cas de besoin, même avant l'échéance prévue de toute façon à court terme. L'acquisition de titres de SICAV (Sociétés d'Investissement à capital variable) ou de fonds communs de placement monétaires permet également de participer à la gestion de portefeuilles collectifs de titres, ménageant à la fois une rémunération proche de celle du marché monétaire et une liquidité élevée, tout en diminuant les risques de pertes en capital.

D'autre part, les systèmes d'information relatifs à la gestion de la trésorerie se sont améliorés grâce à la généralisation de matériels et de logiciels qui permettent de suivre les mouvements de fonds en temps réel. L'évolution technologique permet ainsi de tendre vers une situation de « trésorerie zéro » caractérisée par la minimisation des encaisses liquides détenues sur des dépôts à vue non rémunérés et par une politique systématique de transfert de ces avoirs vers des placements assurant la rémunération maximale.

Bibliographie sommaire

1 – OUVRAGES GÉNÉRAUX DE GESTION FINANCIÈRE

- BREALEY (R), MYERS (S), 1988, *Principles of corporate finance*, 3^e édition, McGraw-Hill.
- BRIGHAM (E), 1988, *Fundamentals of Financial management*, 5^e édition, Dryden Press
- CHARREAUX (Gérard), 1989, *Gestion financière*, 2^e édition, Litec, Paris
- COBBAUT (Robert), 1987, *Théorie financière*, Economica, Paris
- COLASSE (Bernard), 1987, *Gestion financière de l'entreprise. Problématiques, concepts, méthodes*, 2^e édition, PUF, Paris
- COPELAND (T), WESTON (F), 1988, *Financial theory and corporate policy*, 3^e édition, Addison Wesley
- DEPALLENS (Georges), JOBARD (Jean-Pierre), 1990, *Gestion financière de l'entreprise*, 10^e édition, Sirey, Paris
- JACQUILLAT (Bertrand), SOLNIK (Bruno), 1989, *Les marchés financiers : la gestion des portefeuilles et des risques*, 3^e édition, Dunod, Paris
- GAGNON (JM), KHOURY (N), 1982, *Traité de gestion financière*, Gaëtan Morin, Québec
- LEVASSEUR (Michel), QUINTART (Aimable), 1990, *Finance*, Economica, Paris
- PILVERDIER-LATREYTE (Josette), 1990, *Finance d'entreprise*, 5^e édition, Economica, Paris
- QUINTART (Aimable), ZISSWILLER (Richard), 1990, *Théorie de la Finance*, 2^e édition, P U F, Paris
- SOLNIK (Bruno), 1988, *Gestion financière*, Nathan, Paris
- VERNIMMEN (Pierre), 1988, *Finance d'entreprise. Analyse et gestion*, 4^e édition, Dalloz, Paris
- VERNIMMEN (Pierre), 1986, *Finance d'entreprise. Logique et politique*, 2^e édition, Dalloz, Paris

2 – CLASSEMENT THÉMATIQUE DES PRINCIPALES RÉFÉRENCES SPÉCIALISÉES

21 - STRUCTURE FINANCIÈRE ET DÉVELOPPEMENT FINANCIER

- FERRANDIER (Robert), KOEN (Vincent), 1989, *Marchés des capitaux et techniques financières*, Éditions Economica, Paris
- GOLDSMITH (Raymond W), 1969, *Financial structure and development*, Yale University Press, New Haven
- GURLEY (John G), SHAW (Edward S), 1974, *La Monnaie dans une théorie des actifs financiers*, Éditions Cujas, Paris
- HENAULT (Georges), M'RABET (Rachid) éditeurs, 1990, *L'entrepreneuriat en Afrique francophone : Culture, financement et développement*, Éditions UREF - John Libbey, Paris
- LELART (Michel), 1990, *La tontine, pratique informelle d'épargne et de crédit dans les pays en développement*, Éditions UREF - John Libbey, Paris
- METAIS (Joël), SZYMCAK (Philippe), 1986, *Les mutations du système financier français*, Notes et études documentaires, Éditions La Documentation française, Paris,
- DE MOURGUES (Michèle), 1988, *La Monnaie. Système financier et économie monétaire*, Éditions Economica, Paris

- POLAK (Jacques), 1989, *Politique financière et développement*, Éditions OCDE, Paris
- REGNEZ (Jacques), 1988, *Les nouveaux produits financiers*, Éditions La Découverte, Paris
- RENVERSEZ (Françoise), 1988, *Éléments d'analyse monétaire*, Éditions Dalloz, Paris
- SAINT-ETIENNE (Christian), 1990, *Financement de l'économie et politique financière*, Éditions Hachette, Paris
- SILBER (W) éditeur, 1975, *Financial Innovation*, Lexington Books

22 - ANALYSE FINANCIÈRE

- BAILLY (Laurent), COLASSE (Bernard), 1990, *Comptabilité générale : Questions et applications*, Éditions Economica, Paris
- BANQUE DE FRANCE, 1988, *Méthode d'analyse financière*, Paris
- CASTELLINO (Gilbert), ROMELAER (Pierre), 1988, *Comptabilité privée en plan OCAM*, Edicef, Collection UREF, Paris
- COHEN (Elie), 1990, *Analyse financière*, 2^e édition, Éditions Economica, Paris
- COHEN (Elie), SAUREL (André), 1990, *Analyse financière : outils et applications*, Éditions Economica Paris
- COLASSE (Bernard), 1991, *Comptabilité générale*, 3^e édition, Éditions Economica, Paris
- COLASSE (Bernard), 1987, *La rentabilité de l'entreprise*, Éditions Dunod, Paris
- COURET (Alain), HIRIGOYEN (Gérard), 1989, *Initiation à la gestion*, Éditions Montchrestien, Paris
- MARTORY (Bernard) éditeur, 1986, *Diagnostic et gestion de la PME africaine*, École Normale Supérieure, Cachan
- RICHARD (Jacques), 1989, *L'audit des performances de l'entreprise*, Éditions La Villeguérin, Paris
- RICHARD (Jacques), SIMMONS (Pascal), BAILLY (Jean-M), 1987, *Comptabilité et analyse financière des groupes*, Éditions Economica, Paris

23 - DÉCISIONS FINANCIÈRES FONDAMENTALES

a. Investissement et financement

- BABUSIAUX (Denis), 1991, *La décision d'investissement et le calcul économique dans l'entreprise*, Éditions Dunod, Paris
- BIED-CHARRETON (François), RAFFEGEAU (Jean), 1990, *Guide pratique du financement des entreprises*, Éditions Francis Lefebvre, Paris
- GALESNE (Alain), 1981, *Les décisions financières de l'entreprise : l'investissement*, Éditions Dunod, Paris
- GREMILLET (Alain), 1972, *Sélection et contrôle des investissements*, Éditions d'organisation, Paris
- NUSSENBAUM (Maurice), 1978, *La décision d'investissement dans l'entreprise*, Éditions Economica, Paris

b. Gestion de la trésorerie

- GERVAIS (Jean), 1990, *Gérer une trésorerie d'entreprise. Conseils pratiques*, Éditions La Villeguérin, Paris
- MAILLARD (M), GIRAUD (O), 1989, *Trésorerie de l'entreprise : nouveaux enjeux*, La Revue Banque éditeur, Paris
- MARMUSE (Christian), 1988, *Gestion de la Trésorerie*, Éditions Vuibert, Paris

Liste des figures et des tableaux

INTRODUCTION

Figure 1 - L'objet de la gestion financière	13
Figure 2 - L'entreprise et son environnement financier	14
Figure 3 - Les déterminants de la valeur de l'entreprise	17
Figure 4 - La contrainte d'efficacité	18
Figure 5 - Éléments relatifs au rendement anticipé de projets d'investissements	19
Figure 6 - Les responsabilités de la gestion financière : un schéma de synthèse ..	24
Figure 7 - Les responsabilités opérationnelles de la gestion financière : un schéma analytique	25
Figure 8 - Un exemple d'insertion de la gestion financière dans les moyennes ou grandes entreprises traditionnelles	27
Figure 9 - Un exemple d'insertion de la gestion financière dans des organigrammes modernes	27
Figure 10 - Un exemple de rattachement de la gestion financière à des attributions de direction générale	28

CHAPITRE 1

Figure 1 - Capacités et besoins de financement dans l'économie nationale	34
Figure 2 - Le principe de la finance directe	35
Figure 3 - Le schéma de l'intermédiation financière	35
Figure 4 - Le classement des actifs financiers	39
Figure 5 - Les composantes du système financier	40
Figure 6 - Les phases de développement des institutions financières	48
Figure 7 - La diversification des instruments financiers	49
Figure 8 - Les différents stades du développement financier	49
Figure 9 - Différenciation des actifs des trois types de système financier	51

CHAPITRE 2

Figure 1 - La monétarisation des économies : une comparaison internationale .	53
Figure 2 - Le financement externe	61
Figure 3 - Gestion financière et cycle de vie de l'entreprise	62
Figure 4 - Les implications du cycle de vie pour les principales variables de gestion financière	64
Figure 5 - Les implications financières du cycle de vie pour les petites et micro-entreprises : le cas des PED	65
Figure 6 - Développement externe, développement interne et gestion financière ...	66

CHAPITRE 3

Figure 1 - Principes d'analyse de la solvabilité	70
Figure 2 - Principes d'analyse des performances	71
Figure 3 - Une différenciation schématique des démarches d'analyse	75

CHAPITRE 4

Figure 1 - Les mesures comptables traditionnelles du résultat	77
Figure 2 - Modèle de compte de résultat de l'exercice	78

Figure 3 - Le compte de résultat du plan OCAM	79
Figure 4 - Un exemple de présentation adoptée aux États-Unis et au Canada ...	80
Figure 5 - Les indicateurs de résultat : une comparaison internationale	81
Figure 6 - Le tableau des soldes intermédiaires de gestion (TSIG) du PCG français	83
Figure 7 - L'insensibilité de l'EBE aux évaluations des dotations aux amortissements et provisions (DAP)	84
Figure 8 - Les soldes caractéristiques de gestion du plan comptable OCAM	86
Figure 9 - La présentation fonctionnelle des comptes de résultat dans le cas d'une entreprise des États-Unis	87
Figure 10 - Une synthèse relative aux indicateurs de résultat	89
Figure 11 - Les ratios relatifs aux marges bénéficiaires de l'entreprise	92
Figure 12 - Les ratios relatifs au rendement des actifs	92
Figure 13 - Les ratios de rentabilité	94
Figure 14 - Représentation graphique du « point-mort »	97

CHAPITRE 5

Figure 1 - Les approches majeures du bilan	107
Figure 2 - Inscription du résultat dans le bilan avant affectation	108
Figure 3 - Présentation du bilan « en compte » et « en liste »	110
Figure 4 - Classement des éléments du passif sur une échelle d'exigibilité croissante	111
Figure 5 - Deux exemples de présentation du bilan dans un ordre de liquidité et d'exigibilité croissant	112
Figure 6 - Présentation du bilan dans un ordre de liquidité et d'exigibilité décroissant	113
Figure 7 - La réduction du bilan en « grandes masses »	117
Figure 8 - La représentation schématique du FRN	118
Figure 9 - Schéma d'analyse des provisions	119
Figure 10 - Influence de la structure à terme des actifs et des dettes sur l'appréciation du FRN	124
Figure 11 - Les ratios de structure concernant l'actif du bilan	145
Figure 12 - Les ratios de structure concernant le passif du bilan	146
Figure 13 - Les ratios de synthèse	147

CHAPITRE 6

Figure 1 - Tableau de synthèse des emplois et ressources	156
Figure 2 - La procédure de construction des tableaux de flux	157
Figure 3 - Deux présentations du relevé des mouvements patrimoniaux	157
Figure 4 - Rappel du schéma de base du tableau des emplois et ressources	158
Figure 5 - Classement des emplois et ressources selon la durée	159
Figure 6 - Principes de classement des emplois et ressources selon le plan OCAM	160
Figure 7 - Principe de présentation du tableau de financement du PCG français de 1982	161
Figure 8 - Une présentation du tableau de financement dans le prolongement du plan OCAM : le modèle du plan zaïrois	162
Figure 9 - Comparaison entre les tableaux de financement du PCG et du plan comptable zaïrois	163

Figure 10 - Distinction des emplois et ressources selon le terme	164
Figure 11 - Analyse détaillée des emplois à long et moyen terme	165
Figure 12 - Analyse détaillée des ressources à long et moyen terme (RLMT)	165
Figure 13 - L'ajustement des emplois et ressources à long et moyen terme	166
Figure 14 - L'ajustement des emplois et ressources cycliques	166
Figure 15 - L'ajustement des flux à court terme	167

CHAPITRE 7

Figure 1 - Le processus de la planification stratégique et opérationnelle	181
Figure 2 - Un exemple de plan d'investissement et de financement	182
Figure 3 - Schéma d'une « navette » dans le processus de la planification opérationnelle	183
Figure 4 - Le processus décisionnel sous-jacent au plan d'investissement et de financement	185

CHAPITRE 8

Figure 1 - La formation de l'autofinancement	197
Figure 2 - Les déterminants de l'autofinancement	199
Figure 3 - Autofinancement et cycle des capitaux « longs » engagés dans l'entreprise	200
Figure 4 - Un classement des différentes formes d'endettement	207
Figure 5 - Schéma d'une émission de titres financiers	208

CHAPITRE 9

Figure 1 - Les flux induits par l'opération hors frais de transaction	219
Figure 2 - Les flux induits par l'opération, frais de transactions inclus (en milliers de francs)	219

CHAPITRE 10

Figure 1 - Les principaux critères de classification des investissements selon Joël Dean	252
Figure 2 - Un investissement <i>point input-point output</i>	252
Figure 3 - Un investissement <i>point input-continuous output</i>	253
Figure 4 - Valeur actuelle d'une somme future	259
Figure 5 - Valeur actuelle d'une somme future lorsque le taux d'actualisation varie	260
Figure 6 - Valeur actuelle de 1 franc	261
Figure 7 - La sensibilité de la VAN aux variations du taux d'actualisation	263

CHAPITRE 11

Figure 1 - La séquence des démarches et décisions relatives à la trésorerie	273
Figure 2 - La précision des différentes prévisions de trésorerie	274
Figure 3 - Le classement des flux prévisionnels de trésorerie	276
Figure 4 - La structure générale des budgets de trésorerie	280
Figure 5 - Le cycle de la préparation budgétaire	282
Figure 6 - Suivi et contrôle du budget de trésorerie	283
Figure 7 - Le classement des ressources de trésorerie	288
Figure 8 - Principe général des crédits par mobilisation de créances d'exploitation .	289

Liste des études de cas et des applications

ÉTUDES DE CAS

N° 1 - <i>La Société Piram</i>	98
. Analyse des performances financières	
N° 2 - <i>La Société des Minoteries industrielles de l'Ouest africain</i>	127
. Affectation du résultat,	
. Calcul du FRN,	
. Relation fondamentale de trésorerie	
N° 3 - <i>La Société Harpeaux</i>	140
. L'interprétation de la relation fondamentale de trésorerie	
N° 4 - <i>La Société des Menuiseries réunies</i>	151
. L'interprétation des ratios de rotation	
. La formation du besoin en fonds de roulement	
N° 5 - <i>La Société Tropigel</i>	168
. La construction du tableau d'emplois et ressources	
N° 6 - <i>Les Frères Luccio S.A.</i>	220
. Amortissement des emprunts	
N° 7 - <i>Les Établissements Tisbe</i>	264
. Application des méthodes de choix d'investissement	
. Confrontation générale entre les critères de choix	
N° 8 - <i>Les Conserveries du Dauphin</i>	283
. Prévision des recettes et des dépenses à court terme	
. Établissement du budget de trésorerie	
. Élaboration d'une politique de financement et de placement à court terme	

APPLICATIONS

N° 1 - Variabilité des résultats et risque financier	19
N° 2 - Politique d'amortissement et excédent brut d'exploitation	84
N° 3 - Marge commerciale, rotation des actifs et rentabilité	93
N° 4 - Calcul de la relation de trésorerie	131
N° 5 - Ratios de structure	143
N° 6 - Calcul de la capacité d'autofinancement	195
N° 7 - Capacité d'autofinancement et autofinancement	200
N° 8 - Augmentation de capital par incorporation de réserve	203
N° 9 - Position individuelle d'un actionnaire en cas de distribution d'actions gratuites	204
N° 10 - Calculs d'intérêts simples	212
N° 11 - Calculs d'intérêts composés	213
N° 12 - Calculs d'actualisation	214
N° 13 - Valeur actuelle et dépréciation des flux futurs	215
N° 14 - Sensibilité de la valeur actuelle au changement de taux d'actualisation ..	216
N° 15 - Calcul du taux de revient ou coût actuariel d'un emprunt	219
N° 16 - Principe de l'évaluation des actions	231
N° 17 - Justification de l'actualisation	259
N° 18 - Décalages de paiement et prévision des flux d'exploitation	277

Index sélectif

Actions gratuites, 203, 204
Actualisation, 214-217, 258-261
Affacturage, 37, 289
Affectation des résultats, 128
Amortissement des emprunts, 220-225
Analyse financière, 24, 69 s
Arbitrages, 240, 241
Attribution d'actions gratuites 203, 204
Augmentation de capital, 165, 192, 202-207
Augmentation de capital en nature, 202
Augmentation de capital en numéraire, 202
Augmentation de capital par conversion de dette, 205
Augmentation de capital par incorporation de réserves, 203-204
Autofinancement, 44, 90, 192, 194-202
Autonomie financière, 72, 202

B F R (besoin en fonds de roulement), 131-133, 151-152
B F R E (besoin en fonds de roulement d'exploitation), 132-133
B F R H E (besoin en fonds de roulement hors exploitation), 133
B P A (bénéfice par action), 94
Bénéfice net, 87, 89
Bénéfice net (théorie du), 235-237
Besoins de financement, 33-34, 182-183
Bilan, 103 s
Bilan différentiel, 154-158, 169-170
Billets de trésorerie, 35, 288, 290
Bons, 288, 290
Budget, 181 s, 273 s, 284-287

C A F (capacité d'autofinancement), 90
Capacité de financement, 33-35, 40, 89-90, 194 s
Capacité de remboursement, 122, 147, 200-202
Capital, 105 s, 189, 192, 202 s, 225 s
Capitalisation, 212-214, 229
Capitalisation boursière, 206-207
Cash flow brut, 88, 195-197, 199
Cash flow net, 88, 195-197, 199
Certificats d'investissement, 37, 207
Charges fixes, 97-98
Charges variables, 97-98
Compte de résultat, 77 s, 98-102
Contrôle financier, 186
Cours boursier, 206, 227-231
Coût des capitaux propres, 225-230
Coût des dettes, 211-214, 217-220

- Coût explicite, 239
- Coût global du financement, 231-234, 242-247
- Coût implicite, 239
- Coût moyen pondéré du financement, 232-234
- Créances, 13, 39, 104, 107
- Crédit, 35, 36, 39, 210
- Crédit interentreprises, 39, 192
- Crédit-bail, 37, 207-208
- Crédits de mobilisation de créances, 210, 288-289
- Crédits de trésorerie, 39, 192, 207, 287-280
- Cycle de vie, 61-65

- Découvert, 290
- Délai de recouvrement des créances clients, 149-150, 151-152
- Délai de récupération, 258, 266-267
- Délai de règlement des fournisseurs, 150, 152
- Délai de rotation des stocks, 148-149, 151
- Développement financier, 37 s, 43, 46-48, 57-60, 65-66
- Diagnostic financier (voir Analyse financière)
- Dividendes, 90, 227-231

- E B E (excédent brut d'exploitation), 82, 84-85
- E B I T (earnings before interest and taxes), 81, 87
- E B T (earnings before taxes), 81, 87
- Effet de levier, 94 s, 236-237
- Émissions, 34-35, 208-209, 290
- Emplois, 106-107, 155, 156 s
- Endettement, 207 s
- Escompte, 289
- Équilibre financier (voir Solvabilité)
- Évaluation des actions, 227-231
- Exigibilité (des ressources), 111-113

- Factoring, 289
- F R N (voir Fonds de roulement net)
- Faillite, 21-23
- Finance directe, 34-35
- Financement, 33-36, 190-193
- Financement externe, 34-36, 45-46
- Flexibilité, 72
- Flux financiers, 153 s
- Fonction financière, 12-28
- Fonds de roulement net (FRN), 117-118, 120-130
- Fonds de roulement permanent (voir FRN)
- Fonds de roulement propre, 118-120, 126, 129-130
- Formule de Fisher, 227
- Formule de Gordon et Shapiro, 229-231

- Gross margin (voir Marge brute)

- Innovation financière, 36-39, 47-50
- Instruments financiers, 36-39, 49, 54-55, 190-193
- Intérêt composé, 212-214
- Intérêt simple, 211-212
- Intermédiaire financier, 40-41, 48, 55-56
- Intermédiation financière, 34-36, 58-59
- Investissements, 248 s

- Leasing (voir Crédit-bail)
- Lever (effet de), 94 s, 236-237
- Lever (ratio de), 96
- Liquidité (des actifs), 110-113

- Marché des changes, 14, 21-22
- Marché financier, 35, 41-42, 59-60
- Marché hypothécaire, 42
- Marché monétaire, 43
- Marchés des capitaux, 41-43, 56-57
- Marge brute, 79, 86, 89
- Marge commerciale, 83, 89, 93
- Maturité (voir Terme)
- Mobilisation, 210, 288-289
- Modigliani et Miller (Modèle de), 237-242

- N I (net income), 81, 87, 236-237
- N O I (net operating income), 81, 87, 237-242
- Navette budgétaire, 281-283

- Obligations, 34, 37, 39, 209
- Obligations à bons de souscription, 37
- Obligations convertibles, 37
- Organigramme, 25-28

- P C G 1982 (plan comptable général français), 77-79, 81, 83, 88-89, 98-102, 108-109, 112, 127, 157 s
- P E R (price earnings ratio), 94
- Patrimoine, 103 s
- Performances financières, 17-18, 71, 76 s
- Plan comptable O C A M, 79, 81, 85-86, 88-89, 98-102, 108-109, 112, 114, 127, 157 s
- Plan d'investissement et de financement, 182, 184-185
- Plan financier, 177 s
- Plan opérationnel, 178-182
- Plan stratégique, 178-179, 181
- Planification, 177 s
- Point mort, 96-98

- R O E (return on equity), 94
- Ratio de marge brute, 91
- Ratio de marge d'exploitation, 92

Ratio de marge nette, 92
 Ratio de rentabilité des capitaux propres, 93-94
 Ratio de rotation des créances clients, 149, 151-152
 Ratio de rotation des dettes fournisseurs, 150, 152
 Ratio de rotation des stocks, 148-149, 151
 Ratios de rentabilité, 93-94
 Ratios de rotation, 147-152
 Ratios de structure, 143-147
 Rendement des actifs, 91-92
 Rendement des actions, 94
 Rentabilité moyenne, 258, 265-266
 Ressources, 105-106, 154-155, 156 s, 190-193, 287-290
 Résultat exceptionnel (P C G 1982), 77-81, 84, 87-88
 Résultat financier (P C G 1982), 77-78, 83, 88
 Résultat sur cession (plan OCAM), 79, 86, 88
 Résultat net de la période à affecter (plan OCAM), 79, 88
 Risque de faillite, 21, 22-23
 Risque de change, 21
 Risque de taux, 22
 Risque financier, 18-22
 Risque d'exploitation, 20-21

S I G (tableau des), 83-84
 S I G (soldes intermédiaires de gestion), 83-84
 Soldes de gestion (plan OCAM), 81 s, 85-86, 88-89
 Solvabilité, 22-23, 70
 Structure à terme, 39, 110-113, 146, 190-191
 Structure financière de l'entreprise, 234-235
 Structure financière globale, 32 s, 48-50
 Système financier, 31-32, 38, 40

T I R (taux interne de rendement), 263-264, 269-271
 T R I (taux de rendement interne, voir TIR)
 Tableau de financement, 156 s, 168 s
 Terme, 190-191
 Trésorerie (budget de), 273 s, 284 s
 Trésorerie (flux de), 274-279
 Trésorerie (relation fondamentale de), 131 s, 135-142
 Trésorerie (situation de), 134

V A N (valeur actuelle nette), 262-263, 267-269
 Valeur actuelle, 215 s, 258-261
 Valeur ajoutée, 82, 199
 Valeur de l'entreprise, 15-17
 Valeur intrinsèque des actions, 206
 Valeur nominale des actions, 205
 Valeur vénale des actions, 206
 Variabilité, 18-20

Universités francophones est la collection de l'Université des réseaux d'expression française (UREF). Cette dernière, qui fonctionne au sein de l'AUPELF comme une Université sans murs, a été choisie par le Sommet des Chefs d'État et de gouvernement des pays ayant en commun l'usage du français comme l'opérateur privilégié du Sommet en matière d'enseignement supérieur et de recherche.

Cette collection de manuels universitaires et d'ouvrages de référence s'adresse à tous les étudiants francophones. Elle est appelée à constituer une bibliothèque universitaire en langue française dont les ouvrages sont proposés à des prix modérés.

Cet ouvrage constitue un manuel de base permettant d'aborder l'ensemble des thèmes majeurs de la finance d'entreprise. L'analyse financière ou le diagnostic financier, la préparation des décisions d'investissement, de financement et la gestion de la trésorerie y sont ainsi abordés de façon rigoureuse mais particulièrement accessible. Le recours systématique à des applications chiffrées et à des études de cas libellées selon le plan comptable OCAM et le plan comptable général français facilite le travail personnel du lecteur.

Ouvrage original, il propose une présentation de la finance qui tient compte de l'influence du contexte socio-économique sur les problèmes de gestion posés aux entreprises, tant en France que dans l'espace francophone.

Destiné à des étudiants de 1^{er} ou de 2^e cycle de l'enseignement supérieur, cet ouvrage s'adresse également à des praticiens désireux de trouver une présentation synthétique des problèmes de gestion financière.

★
★ ★

Diplômé HEC, agrégé en Sciences de gestion, Elie Cohen est professeur à l'université de Paris-Dauphine où il enseigne la finance d'entreprise. Il a effectué de nombreuses missions de formation et de conseil, en France et en Afrique.

Prix France : 140 FF • Prix préférentiel UREF (Afrique, Asie, Amérique latine, Moyen- Orient, Haïti) : 70 FF



I.S.S.N. 0993-3948
Diffusion EDICEF ou ELLIPSES selon pays
Distribution Canada D.P.L.U.

59/4255/2
Imprime en France
S.S.Q.I. - PARIS